F&D
金融与发展

2021年6月号

新冠疫情造成的市场恐慌
第24页

罗希尼·潘德的介绍
第34页

出售公民身份
第50页

新兴市场国家
下一步棋
该如何走？

国 际 货 币 基 金 组 织

目 录

随着新兴市场从新冠疫情中复苏，它们必须重塑来之不易的经济实力。

31

新兴市场国家下一步棋该如何走?

4 **前路漫漫**
新兴市场必须在战胜新冠疫情、重返常态化政策、重构本国经济这三项任务之间找到一个平衡点
鲁帕·达塔古普塔和西拉·帕扎巴西奥格鲁

10 **新兴世界仍在崛起吗?**
二十年光阴荏苒，金砖国家风采依旧
吉姆·奥尼尔

12 **石油超级周期的终结**
不断逼近的油价超级周期很可能是最后的一次。
拉巴赫·阿尔扎基和佩尔·马格努斯·奈斯文

16 **全球影响力、国内脆弱性**
中国想要取得长远胜利，关键在于解决内部挑战
杜大伟、黄益平、姚洋

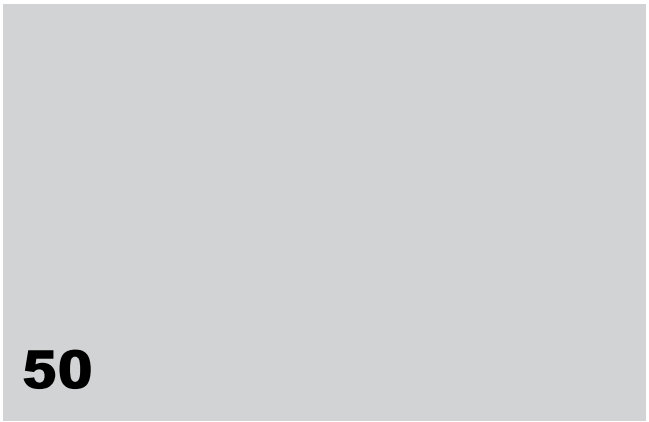
20 **新冠疫情时期的不平等问题**
在评估新冠疫情所造成的不平等影响时，并非所有衡量指标都是等价的
弗朗西斯科·H.G.费雷拉

24 **新冠疫情造成的市场恐慌**
疫情后美联储的货币政策立场将使拥有大量私人部门外债的新兴市场的脆弱性暴露出来
塞布尼姆·卡莱姆利·厄兹坎

28 **动荡不安的新兴市场**
马哈茂德·普拉德汉就新兴市场的前景对话理查德·豪斯和大卫·卢宾

31 **昔日涓涓细“流”，如今长江大河**
流媒体为新兴市场国内外的内容创作开辟了新路径
亚当·贝苏迪

F&D 金融与发展 国际货币基金组织季刊
2021年6月号 · 第58卷 · 第2期



本期还有

40 **货币融合**
覆盖整个西非地区的货币联盟将会带来利好，但仍面临诸多障碍
埃斯瓦尔·普拉萨和维拉·松圭

44 **不平等的利益**
各国央行应就货币政策的分配效应开展更好的政策沟通
妮娜·巴丁顿、奇亚拉·弗兰托、丹尼兹·伊戈安、海伦·普瓦松

50 **出售公民身份**
必须管控存在金融诚信风险的出售护照换取投资的计划
弗朗西斯卡·费尔南多、乔纳森·潘波利娜和罗宾·赛克斯

53 **我们对彼此的义务**
我们需要一种与21世纪相契合的全新社会契约
马努切赫·沙菲克

58 **后疫情时代的军费开支**
各国努力营造更加和平的全球环境，可能对经济产生积极影响
本尼迪克特·克莱门茨、桑吉夫·古普塔和赛达·哈米多娃

其他内容

34 经济学人物

包容性的创新者
彼得·J.沃克关于耶鲁大学教授罗希尼·潘德的介绍，后者致力于研究完善的制度如何改善社会公平

38 前沿

以人为本
南非任期最长的财政部长特雷弗·曼纽尔回顾了南非失落的十年，以及为非洲新冠疫情的应对措施筹集资金

48 返归基础

风险与回报：追逐收益
投资回报率处于低位会诱使投资者铤而走险，进而造成经济和金融的不稳定性
杰伊·苏尔提

56 图表释义

就业窘境
想要在新兴市场经济体内创造出充足的就业岗位，就需要大力推动经济增长

63 书评

《绿色的精神：拥挤世界里碰撞与传染的经济学》
威廉·诺德豪斯

《反叛、强盗和税收：古往今来税制问题上的愚蠢和睿智》
迈克尔·肯和乔尔·斯拉姆罗德

《盈利悖论：蓬勃发展的公司如何威胁未来的就业》
简·埃克霍特

下一步棋该如何走

“新兴市场”这个名词，我们常用来形容那些既非发达经济体也非低收入经济体的中等经济体。在新兴市场未来的发展道路上，我们经常会关注这个问题：下一步棋该怎么走？由于新兴经济体与全球经济的系统性关联越来越密切，这些国家有助于维护全球经济稳定。在深入探讨并定义新兴经济体的特征时，我们找到了一系列丰富多样的经济体，它们的经济规模和增速各不相同，面临的发展前景、优先事项和挑战也存在差异。一些经济体（如中国）已从当前危机中迅速复苏，其他经济体则可能需要数年时间来艰难摆脱新冠疫情带来的影响。

在经济以不同速度复苏的背景下，本期杂志探讨了有关新兴市场的几个跨领域问题，包括各国内部以及跨越行业、年龄、性别和技能水平的种种问题。国际货币基金组织（IMF）的鲁帕•达塔古普塔（Rupa Duttagupta）和西拉•帕扎巴西奥格鲁（Ceyla Pazarbasioglu）着眼于债务、经济政策权衡以及巩固经济增长的重点工作。两位知名投资人士理查德•豪斯（Richard House）和大卫•卢宾（David Lubin），讨论了新兴市场资产在新冠疫情期间的表现，以及这些资产不太可能遭遇20世纪八九十年代那样系统性危机的原因。塞布尼姆•卡莱姆利•厄兹坎（Şebnem Kalemli-Özcan）则持相反观点，她认为，随着美国利率的攀升，市场可能会出现更严重的动荡。弗朗西斯科•费雷拉（Francisco Ferreira）指出，新冠疫情对不平等问题的影响有悖常理，具体取决于如何衡量。吉姆•奥尼尔（Jim O' Neill）在发明了“金砖四国”一词20年后，再度审视了巴西、俄罗斯、印度和中国日益分化的命运走向。

虽然这场危机会带来长期创伤，但只看到未来的困境是不准确的。新兴市场不仅可以再创来之不易的经济佳绩，而且可以比疫情暴发前的经济水平更进一步。为此，新兴经济体需要制定完善的经济政策和战略，帮助改善医疗和教育服务供给，为下岗工人提供帮扶和再培训，扩大绿色项目和数字基础设施领域的公共投资。我们的目标是在保障宏观经济稳定的同时，建设更加包容、惠及全体民众的经济。

与国际象棋对弈一样，领导人和政策制定者的每项举措都牵一发而动全身。因此，制定恰当的政策至关重要。FD

吉塔·巴特（GITA BHATT），主编

本期封面

我们2020年6月的封面由Daniel Garcia用国际象棋的棋盘为模板，并用艺术的手法绘制了新兴市场与新冠疫情的斗争、市场动荡以及债务不断增加的幽灵债务。 正如可以通过正确的走棋来“提升”让棋子前进一样，这些国家可以通过正确的政策来克服挑战。

FD 金融与发展
国际货币基金组织季刊

主编：Gita Bhatt
执行编辑：Maureen Burke
高级编辑：Andreas Adriano
Analisa Bala
Adam Behsudi
Peter Walker
数字编辑：Rahim Kanani
在线编辑：Lijun Li
生产经理：Melinda Weir
文字编辑：Lucy Morales
编辑顾问：
Bernardin Akitoby
Celine Allard
Steven Barnett
Nicoletta Batini
Helge Berger
Paul Cashin
Martin Čihák
Alfredo Cuevas
Era Dabla-Norris
Mame Astou Diouf
Rupa Duttagupta
Deniz Igan
Christian Mumssen
İnci Ötker
Catriona Purfield
Mahvash Qureshi
Uma Ramakrishnan

©2021，国际货币基金组织。版权所有。
如需翻印本刊文章，可通过填写在线表格（www.imf.org/external/terms.htm）或发送电子邮件至copyright@imf.org进行申请。如用于商业用途，可通过版权税计算中心（Copyright Clearance Center，www.copyright.com）获得授权，并支付一定的象征性费用。

本刊的文章和其他资料仅为作者本人观点，并不反映IMF的政策。

订阅服务、地址变更和其他广告事宜，请联系：
IMF Publication Services
Finance & Development
PO Box 92780
Washington, DC, 20090, USA
Telephone: (202) 623-7430
Fax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org

《金融与发展》是国际货币基金组织发行的季刊（地址：700 19th Street NW, Washington, DC 20431）用英文、阿拉伯文、中文、法文、俄文和西班牙文出版。

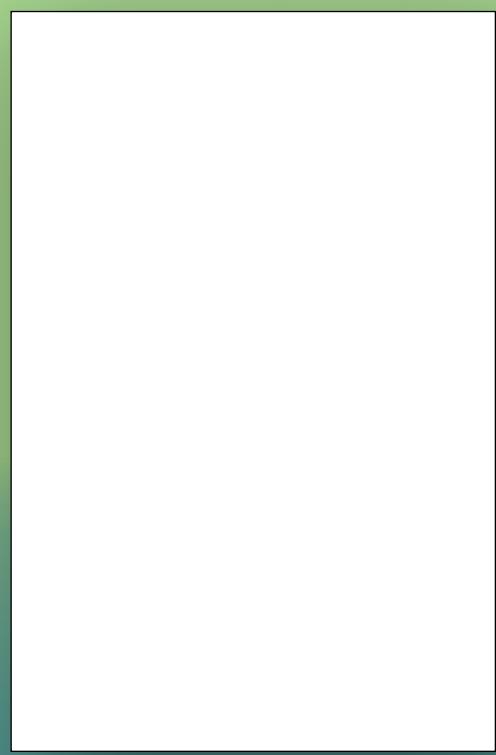
中文版由中国财政经济出版社翻译出版。
地址：北京海淀区阜成路甲28号新知大厦
电话：010-88190916
传真：010-88190916
邮政编码：100142
网址：http://cfeph.cfemg.cn
英文版刊号：ISSN 0145-1707
中文版刊号：ISSN 0256-2561

FSC FPO

IMF经济评论

IMF官方研究期刊

有关于开放经济宏观经济学和相关领域的高质量、同行评审的研究



- 收录著名学者的文章，例如保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）、奥利弗·布兰查德（Olivier Blanchard）、拉尔·阿查里亚（Viral Acharya）、申铉松（Hyun-Song Shin）、斯坦利·菲舍尔（Stanley Fischer）等
- 影响全球的学者和政策制定者
- 涵盖我们这个时代一些最重要的经济问题

获取免费的样本章节、订阅信息和作者稿件提交指南

访问 www.palgrave.com/journal/41308

ISSN: 2041-4161; EISSN: 2041-417X

五年影响因子: 2.658

新冠疫情进入了第二年，人们越来越担心新兴市场在疫情期间的表现会如何。迄今为止，新兴市场灵活地应对了疫情对经济的影响，它们为受疫情影响最严重的行业和家庭提供了前所未有的援助计划。2020 年 3 月，新兴市场遭遇了短暂的融资压力，此后，大多数新兴市场都能够重返全球金融市场发行新债，满足自身的融资需求。然而，在全球经济复苏过程中，由于有些国家的经济反弹速度比其他国家更快，加之新冠疫情的不确定性较高，市场波动性很可能上升。对新兴市场的政策制定者来说，能否顺利度过这场变局，妥善做到政策权衡取舍，实现经济持久复苏，都考验着他们的执政能力。

新兴市场的整体十分多元，不能一概而论。尽管新兴市场没有正式定义，但人们在界定新兴市场时，通常是基于能否持续入市融资、迈向中等收入水平的进展、在全球经济中的重要程度等方面来判断（见专栏）。即便有此界定条件，但新兴经济体之间各不相同，新兴市场和其他发展中经济体也并无确切的区别。

自 21 世纪初以来，新兴市场在加强宏观经济政策方面取得了显著进展，此举帮助新兴市场国家的人均收入平均提高了一倍多。在被我们确定为新兴市场的国家中，有 65% 的国家为了预防通货膨胀，采取了前瞻性的货币政策，大多数国家的通胀水平已经下降并趋于稳定。一些国家使用财政规则来指导公共财政。在 20 世纪 90 年代的金融危机过后，许多新兴市场国家都进行了重大的银行业改革。2008 至 2009 年的全球金融危机虽然减缓了这一改革进程，但并没有使其偏离轨道。

过去良好的经济表现

上述过去良好的经济表现帮助新兴市场的政策制定者在新冠疫情期间采取了大胆的经济救

助措施，同时，又不致使市场信心受挫。经济救助措施包括增加政府支出；为企业和银行提供流动性支持；释放银行资本缓冲，支持银行放贷；央行实施资产购买计划，以稳定国内市场。国内较低的通胀率，加之发达经济体宽松的货币政策，也为新兴市场央行大幅降息提供了空间。新冠疫情暴发后，大多数新兴市场的家庭储蓄均有所增加。新兴市场的国内储蓄大多用于为政府提供资金，这减少了新兴市场的对外借款需求；这一情况，再加上私人投资的减少，使经常账户逆差得到了有效控制。

然而，对预算赤字直接进行货币融资，或者暂停贷款的还本付息等经济救助措施，也给新兴市场带来了新的风险。政策制定者辩解称，这些经济救助措施只是一种临时性工具，目的是缓解整体经济面临的巨大压力。财政赤字进一步扩大，也令一些国家本已居高不下的主权债务雪上加霜。在其他国家，企业（包括国有企业）的负债高企，以及企业债务中未进行对冲的外汇敞口，会在企业陷入经营困境时构成或有财政风险。国内银行持有的国债增加，也加深了政府与银行体系二者健康运行之间的联系。

新冠疫情还远未结束，因此，要现在就确定哪些措施已经奏效还为时尚早。2020 年，大多数新兴市场的经济活动都出现了急剧萎缩现象。然而，国际货币基金组织在 2021 年 4 月发布的《世界经济展望》中预计，倘若没有在全球范围内（包括在发达经济体和新兴市场内）实施的政策措施，全球 GDP 的萎缩幅度将会扩大三倍。

不同的响应

新兴市场的经济复苏速度不同，也反映了各国在经济形势和政策响应上的区别。能够控制住病毒传播或开展疫苗接种的国家，如中国和阿拉伯联合酋长国，将比其他国家更早实现经济复苏。而财政缓冲充裕、能够入市融资的国家，如菲律宾和波兰，则有实力加大财政扶持政策的力度。一些国家的央行信誉度高，因而可将政策利率下调至历史新低，并能推行非常规货币政策，同时又不产生严重的汇率压力（弗兰托等人，2021 年）。而宏观经济失衡或债务负担加重的新兴市场则要继续面临两难取舍困境：是先支持经济复苏，还是先缓解经济失衡的问题，如阿根廷、埃及和土耳其等国。

前方的道路可能会更加坎坷。受新冠病毒新毒株的威胁，各国不得不被迫做出权衡取舍：是继续努力遏制病毒传播（这很可能需要维持对家庭和企业的经济援助），还是先让政策回归常态并重建经济韧性。获得充足的疫苗只是第一步。在美国长期利率不断走高的背景下，新兴市场国家必须巧妙地应对金融市场波动风险，尤其是那些存在大量外部融资需求的国家。在实施结构性改革时，政治支持和社会支持极其重要。需要采取政策措施的领域有很多，但各国的轻重缓急各不相同。

企业定向援助：随着公共卫生危机得到控制，各国必须进行调整，从大规模危机紧急援助措施过渡到为具有可持续经营能力的企业提供定向援助，并最终以私人经济拉动增长。但这个过程具体会持续多久，取决于经济增长和企业部门就业的关系，以及一国是否有实力在足够长的时间内为可持续经营的企业提供支持，帮助它们摆脱新冠疫情所造成的经营困境。其效率取决于劳动力市场制度、社会保障体系、银行系统监管、利于实现资源再配置的破产程序等。据国际货币基金组织 2021 年 4 月份发布的《全球金融稳定报告》显示，区别企业的流动性问题和偿付能力问题并非易事。新兴市场的部分企业在本次危机爆发前已负债过高，我们需要更好评估这对整个经济的影响。

尽管发达经济体也面临着类似挑战，但对新兴市场来说，预算紧张问题更加突出，在面临接踵而至的问题时，也更加难以取舍。新兴市场在应对企业破产问题方面的处理框架往往更加薄弱。因此，政府必须设计出一套政策干预措施，以降低过度清算风险，避免出现破产潮，同时避免滋生出一批僵尸企业，也即只能依靠政府的过度信贷扶持政策勉强维持，但无法开展新的经营

什么是新兴市场?

关于新兴市场，并没有官方定义。国际货币基金组织发布的《世界经济展望》，根据较高的人均收入高、商品和服务出口多样化、与全球金融体系的融合度更高等因素，将 39 个经济体列为“发达经济体”。剩下的国家则被列入“新兴市场和发展中经济体”。在这些国家中，有 40 个国家因为收入相对较高，被国际货币基金组织《财政监测报告》归为了“新兴市场和中等收入经济体”。

收入并非界定新兴市场的唯一特征。大多数新兴市场经济体还具有以下特征：能够实现持续强劲增长且较为稳定，从而能提供高附加值商品；它们无论是收入，还是全球贸易参与度和金融市场一体化，都更加类似发达经济体。为了确定新兴市场，我们研究了：

- 系统性：国家的经济规模（名义 GDP）、人口以及在全球贸易中的出口份额；
- 入市融资能力：国家的外债在全球外债中所占的比重，是否被纳入了大型国际机构投资者所使用的全球指数，以及国际债券的发行频率和发行量；
- 收入水平：一个国家以名义美元计算的人均国内生产总值。

我们使用五个加权变量，为每个不被认为是发达经济体的经济体得出一个分数：

- 0.40× 名义 GDP +
- 0.15× 人口 +
- 0.15 × 人均 GDP +
- 0.15× 全球贸易份额 +
- 0.15× 在全球外债中的占比

对于某一变量而言，如果一个国家在 2010—2020 年的年度排名中位列前 20 位，则此变量的得分为 1 分。否则，赋值为零。根据单项分数的加权求和计算得出最终得分。根据这种方法，我们确定了下列属于新兴市场组别的国家，按字母顺序分别为：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、埃及、匈牙利、印度、印度尼西亚、伊朗、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、泰国、土耳其和阿拉伯联合酋长国。其中，有两个国家被排除在外：尼日利亚，其在所考虑的样本期内（2010—2020 年）被列入了低收入国家（有资格获得国际货币基金组织减贫和增长信托融资）；卡塔尔，因为其人口不足 500 万。

按美元计算，这 20 个新兴市场国家占全球名义 GDP 的 34%，按购买力平价计算，则占 46%。这些国家还会被纳入常用的新兴市场指数，例如，摩根大通、摩根士丹利资本国际和彭博社等机构的新兴市场指数。

弗朗西斯科•阿里萨拉，经济学家 **杨迪**，国际货币基金组织战略、政策和检查部的研究分析师。

性投资活动的企业（帕扎巴西奥格鲁和加西亚•莫拉，2020 年）。以往的经验（1992 年的波兰、1994 年的墨西哥、1997—1998 年的多数东南亚国家和 2001 年的土耳其）表明，成功的政策干预策略包括：及时进行资产质量评估；综合运用庭外重整、债务减免和不良资产处置等手段（阿劳霍等，即将发表）。

在新兴市场，通过银行渠道进行融资比市场融资更为普遍，因此，如果银行需要在疫情后确认增加的贷款损失，则企业经营困境很可能会影响金融稳定。为了提高透明度，在某些情况下，银行可能需要开展资产质量审查——特别是危机期间，银行的监管措施会有所放松，在这种情况下，更加需要进行资产质量审查。在有些新兴市场，兴起了以企业和家庭为单位进行的影子融资（即非银行融资），这种做法也增加了风险，因为，这些非银行部门基本上不受任何监管。因此，从更长期视角看，工作重点应当是设计一套更加强效的债务处置和破产机制，并开发出一套所谓的“宏观金融工具”，以监测非银行金融部门给整个经济带来的风险。

创造就业机会丰富、发展均衡、可持续的增长：除眼前的复苏外，想要实现经济长期健康增长，关键的一步是提高生产率，减轻危机对投资、就业、人力资本（因为学习受挫）和金融系统稳健性的伤害。如果设计合理，实施顺序得当，结构性改革可以带来巨大的长期增长回报（杜瓦尔和佛策瑞，2019 年）。一些优先事项包括：

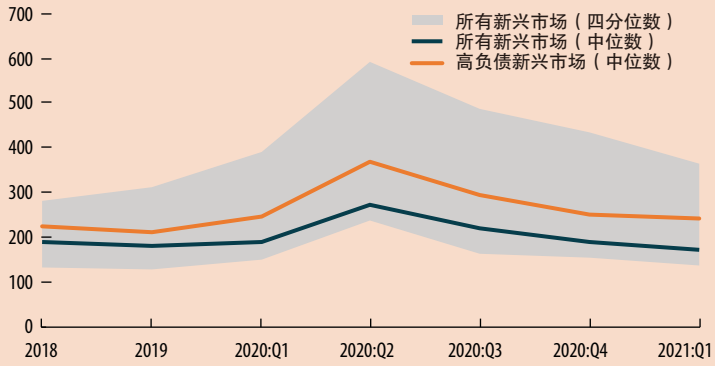
- 开展市场化改革，包括国企市场化改革（如中国、印度和墨西哥）；
- 加强社会保障体系（如智利和中国）；
- 缩小基础设施差距（如印度尼西亚和菲律宾）；

图1

新兴市场全球债券指数利差

投资者通常会对不同的新兴市场债券进行区分

（基本点）



资料来源： Bloomberg Finance L.P.

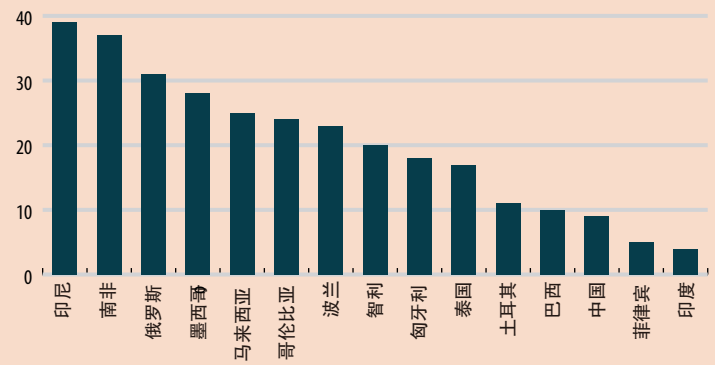
注： 由于数据不可得，样本不包括伊朗和泰国。阿联酋和沙特2018年的新兴市场全球债券指数数据缺失。高负债新兴市场是指政府总负债高于中位数的经济体。

图2

债券所有人是谁？

外国人持有的大量国内债券使国内金融市场成为了外部金融冲击的主要传递媒介

（非居民持有的本币债券占本币债券总额的百分比，2019年）



资料来源： Arslanalp, S., and T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." IMF Working Paper 14/29.

• 在多国实施养老金、产品市场、劳动力市场和治理方面的改革。

改革之路充满坎坷，为了争取社会各界的支持，必须就政策意图开展明确的沟通，同时推出措施来保护弱势群体 。现在，政府亟须采取措施，通过创造更好、更加平等的医疗和教育机会，加强公共基础设施建设，对因疫情下岗工人进行再培训等方式，建立比新冠疫情发生前更加强大的经济。政府还必须提升应对气候变化的能力，引导数字化变革来实现包容性增长。在医疗和社会保障体系薄弱的国家，新冠病毒所导致的死亡人数更多。新冠疫情在服务型行业、低技能工人、年轻工人和女性工人中引发的经济损失更大。为确保在经济持续复苏过程中不让任何一个群体掉队，我们必须遏制不平等和贫困问题进一步加剧。在大多数新兴市场，非正式经济通常占整个经济体规模的四分之一至三分之一（梅迪纳和施耐德，2019 年），减少非正式经济的规模可以使更多的人从更高薪水和再分配措施中受益。

有些国家正在抓住机遇：在亚洲，数字化正在提升生产效率、改善通信以及提高政府运作的包容性等方面带来一场变革（加斯帕和瑞伊，2018 年）。印度尼西亚正在实施一项土地持续利用计划，应对森林砍伐带来的威胁。马来西亚等一些新兴市场为了更好地监测和管理转型风险，加强了自身的金融监管框架，同时，还采取措施减少了本国的碳排放量（见图 1 和图 2）。

恢复宏观经济韧性：本次疫情危机为全球市场发出了一个强烈的警示信号，即在和平时期构建稳健经济的重要性。新兴市场将很快启动重建财政、外部和宏观金融缓冲等工作，为下一次危机做好准备。这意味着，新兴市场需要重建新冠疫情期间搁置的财政规则，恢复金融监管标准，以及在外汇储备不足时重建外汇储备。政府工作重点将有所调整，政府需要在不损害经济增长前景的前提下，将问题一一解决——这包括：提升征税能力，以便支持保障体系薄弱环节的公共服务支出；在主权债务负担沉重的地方，采取措施减少债务和债务累积（财政整顿），对金融稳定风险较高的金融机构收紧宏观审慎政策。

对于多数新兴市场的政府而言，它们需要在不同目标之间寻找平衡，比如，既要增加公共投资支出和社保支出，又要继续开展财政整顿工作，确保公共债务水平稳步下降。处于中位数水平的新兴市场经济体的公共债务和外债出现了大幅上升的迹象，2020 年分别达到了 GDP 的 59% 和 44%；而据预计，2020 —2021 年的总融资需求在 GDP 中的占比将保持在 10% 以上。尽管全球处于低利率时代，偿债成本在可控范围内，但外部借贷成本不可能无限期地维持在低水平范围

内。投资者通常会对不同的新兴市场债券加以区分（见图 1）。即使在以本币计价时，外国投资者持有的国债比例也相当巨大，这使得国内金融市场成为外部金融冲击的重要传递媒介（见图 2）。持续的高负债和总融资需求可能会增加政策权衡取舍的难度，使新兴市场的投资者的风险偏好突变。国际货币基金组织 2021 年 4 月发布的《财政监测报告》指出，提高征税能力能够使政策制定者在不增加债务负担的情况下提供更好的公共服务。事实上，新兴市场的税收收入平均低于 GDP 的 20%，而发达经济体的税收收入则超过 GDP 的 25%。而在税收收入的支出上，新兴市场政府用于支付利息的占比则更高。

在后疫情时期，政策空间已经有所缩小。这时，财政赤字和债务问题进一步恶化，融资需求扩大，而国内降息空间缩小。为了实现最佳的增长和稳定效果，需要政府在更好地综合各项政策的同时，保持财政、货币和监管部门的自主性。例如，在通胀压力较低的地区，即使政府取消财政扶持政策，货币政策仍然可以继续支持国内需求。

随着各国复苏速度不同给市场带来了压力，政府还需要处理其他政策权衡取舍问题。一般情况下，浮动汇率制可以起到外部减震器的作用，但在某些情况下，其效果可能会适得其反。例如，本币贬值会增加以外汇标价的负债的存量，进一步增加市场压力。在未完全建立货币政策可信度的情况下，货币贬值通过传导会产生通胀压力。对多数新兴市场的政策制定者来说，他们担心的头等大事是如何应对金融动荡，而这也是国际货币基金组织关于《综合政策框架》的主要工作内容。

重建韧性

以往的危机表明，新兴市场的政策制定者有能力克服负面冲击，重建经济韧性。此外，大多数新兴市场预计将继续保持强劲的中期增长势头。然而，新兴市场要想发挥出自身的增长潜力，在全球活动、贸易、投资、金融中产生迫切需要的经济活力，全球共同努力至关重要。

第一，新兴市场必须像 20 世纪 90 年代和 21 世纪初以及 2008 年全球金融危机之后所做的那样，恢复自身来之不易的宏观经济实力。由于新冠疫情过后，不同新兴市场的复苏速度不同，所以，新兴市场还必须相互学习优秀经验，掌握如何更好地应对风险以及保持抗风险能力。此举的影响并不限于新兴市场。随着新兴市场在全球经济中的系统重要性日益增强，全体新兴市场经济体的整体稳定也将在推动全球稳定性方面发挥作用。

第二，主要发达经济体也必须尽到自己的职责：在自由贸易、疫苗供应、税收领域开展多边合作；承诺在金融压力再度抬头时提供美元流动性；联合应对气候变化——以上这些都至关重要。一些新兴市场需要资金支持，在没有进一步加剧气候变化的情况下重建强大的经济实力。

第三，全球的开发性机构和金融机构在工作上必须相辅相成：对国际货币基金组织而言，这将意味着需要在其主要职责方面开展工作，这包括政策对话和建议；资金支持（包括通过预防性信贷额度提供帮助）；能力建设——即作为一个跨国学习的会议平台，让各国能够从其他国际机构学习相关专门知识并加以运用，帮助最富有经济活力的成员国在新冠疫情后重新站稳脚跟。 FD

鲁帕·达塔古普塔，国际货币基金组织战略、政策和检查部处长；**西拉·帕扎巴西奥格鲁**，国际货币基金组织战略、政策和检查部主任。

参考文献：

Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMFBlog, October 9.

Fratto, C., B. Harnoys Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.

Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMFBlog, September 26.

Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.

Pazarbasioglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.

新兴世界仍在崛起吗?

二十年光阴荏苒，金砖国家风采依旧

吉姆·奥尼尔

照片：COURTESY OF JIM O'NEILL

若非新冠疫情的影响，过去 10 年的 GDP 增速本应在 3.6% 附近，略低于 2000—2009 年的 3.7%。考虑到全球经济面临的各项挑战，这一增速表现还算不错，与疫情暴发前的市场情绪截然相反。事实上，相较于 20 世纪 80 年代和 90 年代（经济年增速均为约 3.3%），全球经济的每个十年都经历了更强劲的经济增长。数亿人摆脱了绝对贫困，这一定程度上得益于所谓的新兴市场引领的增长奇迹，其中我钟爱的金砖四国就位于新兴市场的前沿和中心。

2021 年是我创造“金砖四国”一词的 20 周年纪念日，它概述了巴西、俄罗斯、印度和中国经济日益增长的重要性，及其崛起对全球治理的影响。展望 2021 年的剩余时间及后续年份，世界各国可以对新兴市场抱有何种期待呢?

重新审视“金砖四国”

我的第一篇文章《世界需要更坚固的经济之砖》（The World Needs Better Economic BRICs），旨在充分阐述改革全球经济治理框架的理由，而非这些国家未来势不可挡的经济增长。

在随后发表的文章中，我设想了一种可能性极低的情形，阐述了倘若我们所研究的国家充分释放其增长潜力，世界经济将会何去何从? 我们运用宏观经济学的标准方法论对此进行了定义，其中实际经济增速由两个变量决定：国家的劳动力规模和经济生产率。考虑到金砖四国的人口规模、相关的劳动力规模以及生产率的追赶（发达经济体的）空间，我们不难看出，金砖国家的潜在增速高于大多数发达经济体。我们的研究意图并非显示金砖国家将以其潜在增速持续增长。坦率地说，这并不现实，也不是我们想传达的信息。

在这种背景下，21 世纪的第二个十年与第一个十年形成了鲜明的对比——在那段时间里，金砖四国的增长表现优于我 2001 年所阐述情形的预测。虽然印度近年来的经济表现明显不尽如人意，但总体上符合我们预想的路径。然而，巴西和俄罗斯 2010 年—2020 年的经济表现令人大失所望，为此我偶尔调侃，也许该把“金砖四国”改成“金砖两国”。巴西和俄罗斯都遭遇了著名的大宗商品诅咒。有证据显示，两国的可持续发展过度依赖于世界大宗商品周期。尽管两国国情存在显著差异，但它们都需要实现经济多元化发展，摆脱对大宗商品的依赖，增强私人部门的作用。

相比之下，中国经济持续的强势增长表明，其完全释放出了自身的增长潜力。截至 2019 年，中国 GDP 超过了 14 万亿美元，比其他金砖国家的 GDP 总和高出 1 倍还多。中国经济的庞大规模意味着，金砖四国的经济总量目前已超过欧盟，

且正在接近美国。

回到未来

鉴于中国面临日益严峻的人口挑战，其实际GDP增速将从2021年初开始放缓，但这无法阻止中国超越美国成为世界最大的经济体。要使世界经济总体上加速增长，人口结构有利的国家就必须提高国内生产率。

世界经济要达到4%的实际GDP增速是非常困难的；即使要达到过去20年的3.7%也极具挑战性。经济增速是否达到我们所需的水平由四个因素决定：发达经济体的生产率；中国经济增速放缓的速度；印度能否成功突围；以及最关键的，是否会出现其他人口众多的新兴市场经济体。印度尼西亚、墨西哥、尼日利亚、越南等国能否释放其长期增长潜力？若可以，世界实际GDP增速则更有可能重现过去十年的辉煌。

显然，要在新冠疫情后迅速实现强劲复苏，几乎完全依赖于研发和分配疫苗和疗法以根除疫情。根据我的判断，捐赠国提供的200—300亿美元援助将产生巨大的乘数效应，成为有史以来通过的规模最大的显著经济刺激计划，其潜在效益甚至将超过2008年至2009年的刺激计划。

除了新确立的气候变化的工作重点，国际货币基金组织必须在鼓励这一刺激计划中发挥积极作用，参与卫生系统领域，并将卫生支出分析整合至监督工作中。与各国财政部长协调一致，为“获得抗击新冠肺炎工具加速器”（全球领先卫生组织之间开展的一项合作）提供支持，只是一个很小的最初一步，各国仍须再接再厉。

作为英国政府抗菌素耐药性独立评估(AMR)项目的负责人，我知道还有其他与新冠肺炎具有同等危害性的卫生威胁。到2050年，抗菌素耐药性每年可能夺取多达1000万人的生命，进而带来100万亿美元的累计经济机会损失。一些观察人士认为这一数字难以置信，但新冠疫情让我们意识到，很不幸，这就是现实。我们“新理念”的核心应该是竭力加强经济、金融和卫生领域之间的联系。

更加大胆、更加睿智

在新冠疫情暴发后，新兴市场经济体（特别是较大的新兴市场经济体）必须采取明智的财政政策，即优先开展公共投资的财政政策。我们需要根据不同的依据来评估实际经济框架和财政政策的实施背景。具体来说，我们急需将政府的投资性支出与消费性支出真正区分开来；投资性支出可能产生积极的乘数效应，因此从会计学的角度来看，处理方式应与消费性支出有所不同。应对气候变化和未来的卫生威胁需要投资性支出。新兴市场经济体能否实现其增长潜力也取决于投资性支出——可以说，相比于融资环境而言，投资性支出对于经济增长更为重要。

构建更明智的财政政策框架，几乎必然需要更稳健的国内金融体系。各国持续依赖以美元为基础的货币体系，使得上述目标难以实现。尽管美国经济在世界经济中的占比稳步下降，但总体来看，以美元为基础的货币体系仍然占据主导地位，与我1982年进入金融行业时的情况一样。这意味着世界各国都势必会受到美联储货币政策的周期性影响，承受它对美国的影响以及随之而来的全球融资环境变动。若美联储收紧货币政策，新兴市场的融资环境会总体收紧，并通常伴随着市场混乱；而若美联储放松货币政策，则会出现相反的情况。

上述问题终会得以解决；总有一天，变革将会发生。我们需要不断调整全球货币体系，以更好地反映全球经济的动态变化，而在此之前，新兴市场国家实现增长潜力仍将面临挑战，尽管相比之下，卫生和教育体系等其他国内举措可能挑战性更强。

多数新兴市场国家在应对这些问题时，需要更加大胆、更加睿智，当然，国际货币基金组织也将为它们提供援助。FD

吉姆·奥尼尔，英国皇家国际事务研究所主席，高盛资产管理部门前董事长。

石油超级周期的终结

紧缩的石油投资

即使在油价相对低位徘徊的情况下，石油开采和勘探公司也一直获利颇丰。但同时，或许是意识到了石油前景不甚乐观，这些公司减少了相关投资。油田产量和油井数量双双下滑，石油储备迅速耗竭。自 2014 年以来，石油产业的资本支出和石油储备的补给量均持续下降。

新冠疫情使石油产业的相关投资急剧下滑。以生产周期较短、对投资变化更加敏感的页岩油为例，目前，页岩油的年产量每年增加 50 万桶，而在疫情爆发前，每年增加量为 200 万桶。拜登政府宣布禁止在美国联邦土地上开展钻井作业，虽然此禁令不会对页岩油开采产生直接影响，但表明联邦政府对石油行业的态度发生的转变。

页岩油开采商采取了明显更为谨慎的投资立场。因此，开采商会采用正向现金流来开展经营活动，而之前，这些现金流会导向投资支出。投资的减少将削弱页岩油在石油产量波动方面的调节作用，为油价超级周期埋下伏笔。另一方面，石油输出国组织（简称：欧佩克）很可能会增加产量，以应对油价上涨所带来的压力。

表1：产业转移

在传统车企内，使用电动汽车替代内燃机汽车的现象越来越普遍。

车企	生产目标	目标年度
大众集团	占全球电动汽车总销量的30%	2030
东风日产	主要市场100%全部销售电动汽车	2030
雷诺	纯电动汽车销量达到30%，混合动力汽车销量达到35%	2025
丰田	全球电动汽车销量达到550万辆，其中，至少100万辆纯电动汽车，其余是含混合动力汽车在内的若干款电动汽车	2030
通用汽车	100%的全球销售都是零排放汽车	2035
现代起亚集团	纯电动汽车累计销量达到100万辆	2025
起亚	电动汽车的销量占全球销量的40%	2030
福特	欧洲市场的汽车销量100%都是纯电动汽车	2030
本田	全球汽车销量的三分之二将是电动汽车	2030
戴姆勒集团	至少50%的汽车总销量为电动汽车	2030
宝马	电动汽车占全年销量增长的30%	2020–2030
沃尔沃	新销汽车100%都是纯电动汽车	2030
马自达	总销量的5%是纯电动汽车，所有新车必须有电动部件	2030
标致雪铁龙集团	100%都是电动汽车	2025

资料来源：Rystad Energy.

关于需求峰值的争论

有些评论员以及英国石油公司（BP）和壳牌（Shell）等大型石油公司都认为，全球石油的需求在 2019 年达到了峰值，约每天 1 亿桶。此后，与疫情相关的结构性变化将使这一需求巅峰再难出现。在运输行业，包括航空燃油在内的燃油消耗量大幅减少，似乎也佐证了这一观点。自 2020 年 3 月旅客开始取消飞行计划以来，航空燃油消耗量大幅下降，直到出行限制政策放松后才开始缓慢回升。

需求会导致原油产量增加，而为满足市场需求，石油炼制品的产量也会随之增加，但这两者之间必然存在一定的滞后性，即便现在油价已经处于高位，那些认为石油消费已经见顶的人仍然预计，汽油消费量将在 2021 年年中上升。随着疫苗的研发以及全球经济即将重新开放所带来的乐观情绪，据预计，石油消费将进一步恢复至峰值，但仍将低于疫情前的普遍水平。

有些人认为石油的需求已经见顶，但抱有这种观点的人忽视掉了石油消费的结构性增长，而这种增长最终将抵消新冠疫情所带来的下行趋势。中国和印度居民的生活水平不断提高，中产阶级群体不断壮大，私家车和航空旅行需求也随之增加。因此，即使经济增长放缓，由于大量人口超过基本收入门槛并有能力购买汽车，他们也将支撑起出行需求。在中国和印度等新兴市场，居民仍然对充电站是否可得充满顾虑。因此，相比发达经济体，这些国家向电动汽车的转变速度会更慢。由于车用燃油占全球石油需求量的一半，因此大体来说，电动汽车的普及率将成为未来石油需求的主要决定因素。

石油需求的结构性增长，加之投资不足所带来的产量持续下降，很可能会导致出现新一轮的油价超级周期，并持续一段时间。但是，油价上涨会促使相关油企增加投资，进而重蹈覆辙，再次致使油价崩盘吗？

技术及其后果

这一轮的技术创新可能会产生前所未有的颠覆性变革。由于汽车制造商计划采用电动汽车取代内燃机汽车，因此，新技术很可能阻碍大规模投资。电动汽车制造商特斯拉的股票市值表明，汽车市场的转型迫在眉睫。传统车企的汽车产能要远远高于特斯拉，但即便如此，特斯拉的市值却令传统车企相形见绌。这种巨大的差距促使传统车企开始投身于电动汽车产业，致力于采用电动汽车来替代内燃机汽车，而这反过来又促使意图抢占新市场份额的车企在电动汽车研发方面投入巨量资金（见表 1）。

然而，疯狂提升电动汽车的产能并非毫无风险。此举可能会导致供过于求，使车企出现负现金流、流动性不足和破产等问题。汽车制造商之所以押注电动汽车，一方面是因为政府承诺要实现净零排放的目标，另一方面是因为车企认为消费者更加偏好清洁的消费方式——交通运输行业所产生的碳排放量占全球能源相关二氧化碳总排放量的四分之一左右。但目前，我们尚不清楚消费者只是口头上认同清洁消费，还是真的在消费行为上做出了改变。对消费者来说，相比碳价上涨，他们是否更为关心电动汽车的充电配套设施是否完善？

即便如此，大规模量产电动汽车最终会使电动汽车的价格更具吸引力，同时，油价飙升也将加速这种转变，使消费者转向购买电动汽车。最后一个油价超级周期既符合气候目标，同时也与大型经济体承诺在中期内实现净零排放这一目标有关。然而，尽管发展电动汽车产业对全球气候有诸多便利，但它仍会产生一定风险，即多数依赖石油产业的经济体所依赖的石油储备价值会大幅削减——特别是对那些开采成本高昂的经济体而言，这种现象会更加严重。实际上，围绕石油而产生的外汇储备和与之相关的投资都将成为搁浅资产。这可能会导致相关经济体出现企业破产或经济危机等严重的经济困境，进而导致本国居民大规模移民——特别是那些人口众多且严重依赖石油产业的经济体，移民问题会更加严重，这些经济体大多数位于非洲。像中东、中亚和拉丁美洲等其他依赖石油产业但规模相对较大的经济体，它们还是海外侨汇的重要来源，可以提供大量的就业岗位，产生商品和服务等外部需求，这使众多邻国受益。那么，石油时代的终结，不仅会对依赖石油产业的经济体造成毁灭性的打击，还会重创邻国经济。而对于有些国家而言，它们掌握着对能源转型十分重要的丰富矿藏资源，因此，对它们而言，石油时代终结也不全是坏消息。汽车电池必不可少的钴元素的需求量将大幅增加。铀矿价值潜力巨大，这是因为人们不再使用化石燃料发电，因此核能将变得更加具有吸引力。

石油时代的终结使得经济转型势在必行。石油资源丰富的国家必须寻求多元化发展，以适应能源市场所带来的变化。对于石油资源丰富的国家而言，建立起一套合理的治理框架，把握好石油资源在经济繁荣时期和萧条时期所带来的收益，对于它们实现经济多元化发展至关重要。但随着搁浅资产成为一种新的风险，依赖石油产业的经济体迫切需要从根本上转变治理模式。例如，面临石油储备枯竭问题的迪拜，就将自己转型成为全球贸易中心。而依赖这些市场的国家和企业则必须制定出一套政策来应对这一转变，包括发展可再生能源。为了摆脱生产率低下和资源浪费等问题严重的僵化经济模式，石油资源丰富的经济体应该致力于产业改革，减少创新和创业阻力。改革公司治理模式和法律制度，打通市场的准入和退出壁垒，消除对国有企业和掌握政治关系的私人企业的一味偏袒，将有助于吸引投资，改变人们对创新的态度（阿尔扎基，2020 年）。FD

拉巴赫·阿尔扎基，非洲开发银行首席经济学家，哈佛大学肯尼迪管理学院高级研究员。**佩尔·马格努斯·奈斯文**，里斯塔能源高级合伙人兼分析主管。

参考文献：

Arezki, Rabah. 2020. "The Economics of Sustainability: Causes and Consequences of Energy Market Transformation." Economics of Energy & Environmental Policy 9 (2).

全球影响力、国内脆弱性

中国想要取得长远胜利，关键在于解决内部挑战

杜大伟、黄益平、姚洋

2012 年，中国政府提出了一项长远的发展目标：到 2049 年，也就是中华人民共和国建国 100 周年之际，将中国建设成为一个全面发展、繁荣富强的国家。鉴于中国自 1978 年起推行经济改革开放政策以来所取得的成功，要实现这种变化当然是有可能的。但变革之路道阻且长，成功与否，我们无法给予定论。

中国国内面临着很多挑战，比如：人口老龄化、城乡差距、薄弱的金融体系、创新力不足和依赖碳基能源等严重的国内挑战。此外，中国与一些主要合作伙伴的对外经济关系开始出现裂痕，导致双方的贸易和投资壁垒在不断加大。我们在《中国 2049》一书中探讨了一系列政策，可以帮助中国实现这一宏伟目标。

人口老龄化

新冠疫情向我们发出了一个警示，从现在开始到 2049 年，可能会有层出不穷的不可预知事件发生。但有一件事是毋庸置疑的：中

国将快速进入人口老龄化时代。目前，中国的总生育率已经下降到了每名女性生育 1.7 个孩子，远低于 2.1 个孩子的更替率。中国的生育率之所以下跌，原因可能是中国推行的独生子女政策，但政策的松动并未让普通家庭选择生育更多孩子。中国和其他许多人口密集的亚洲国家一样，住房和教育成本高昂，很多夫妇选择只生一个孩子，或者根本不生孩子。即使生育率有所提高，但对中国的劳动力市场而言，20 年内，其影响杯水车薪。

中国人口总量可能已达顶峰。更重要的是，劳动年龄人口已经开始下降。在未来几十年，老年人口预计将大幅增加（见图 1）。到 2049 年，中国 65 岁以上的老年人口将增加 1 倍之多，达到 4 亿人。 届时，中国将面临的更突出问题是，85 岁及以上的“高龄老年人”将增加两倍多，达到约 1.5 亿人，超过美国和欧洲此类人口的总和。在处于工作年龄段的群体中，唯一将上涨区段介于 55—64 岁。

人口老龄化既是一个社会问题，也是一个经济问题。照顾老年人需要全社会向医疗保健、长期护理和疗养等领域投入更多资源。按照中国的传统，老人一般由子女赡养。但是，由于家庭规模变小，许多老年人在晚年时可能会无人赡养。将以前由个人承担的老人赡养成本社会化，既有人道主义意义，也有经济意义。

新冠疫情暴露出了中国医疗卫生系统所存在的优势和劣势。优势在于，中国可以进行大规模的临时动员，将稀缺资源转移到最紧急的地方——也正是通过这种方式，中国快速控制住了疫情的蔓延。但很多中国人现在认为，国家有必要加强卫生服务体系，充分利用医疗资源，特别是在老年人聚居的农村地区。

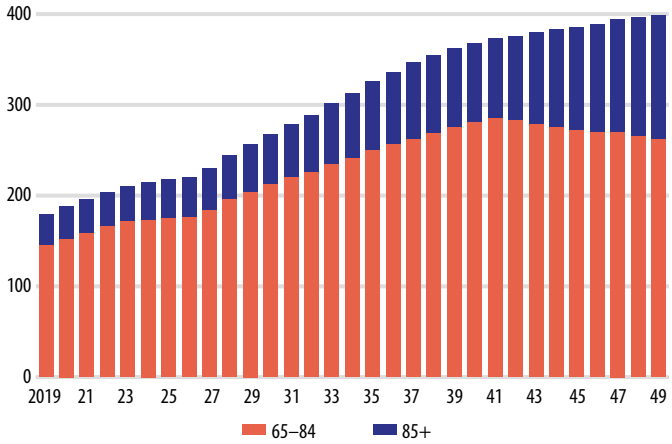
尽管内部存在挑战，但劳动年龄人口的减少不一定预示着中国劳动力数量会急剧下降，劳动力数量还取决于劳动参与度。特别是，中国需要改革退休年龄政策，逐步提高劳动力的退休年龄：男性公务员可以在 60 岁退休，女性公务员可以在 55 岁退休。如果身体健康，多数 65 岁以上的老年人会选择继续工作。政府还可以推行家庭友善政策，这会提高和维持女性劳动力的参与度。

图1

老人变老

中国将迎来85岁以上老年人口激增的时代

（百万人）



资料来源：China Population Prospects 2018, China Population and Development Research Center, Beijing.

城乡差距

中国城镇化的脚步伴随着 40 年的改革发展进程稳步向前。城市人口以每年 1 个百分点的速度不断增长着，占总人口的数量从改革之初的 20% 增长到了现在的 60%。其中，有 2 亿多的农民工在现有户籍制度下仍保留着农村户口。尽管中国的经济增长活力以及生产率增长很大程度上都源于这种人口流动，但人口流动本身却面临着诸多限制。如果在经济低迷时期失业，这些农民工一般会选择回到农村。当这些新移民来到城市时，他们无法充分享受到城市教育、医疗、养老等社会福利，因此，也很难带着子女或父母一起到城市中来生活。其结果就是形成了割裂的家庭，父母在城市工作，爷爷奶奶守着家里的农田，抚养着留在家乡的儿童。

中国的城市户籍限制政策正在逐步取消，尤其是在一些二，三线小城市。如江西省最近取消了户籍限制。但在广州和上海等中国最发达的经济中心地区，户籍限制政策依然很严格。虽然中国

设计：ISTOCK/VIKTORIA_YAMS; KONGJONGPHOTOSTOCK; NIKADA

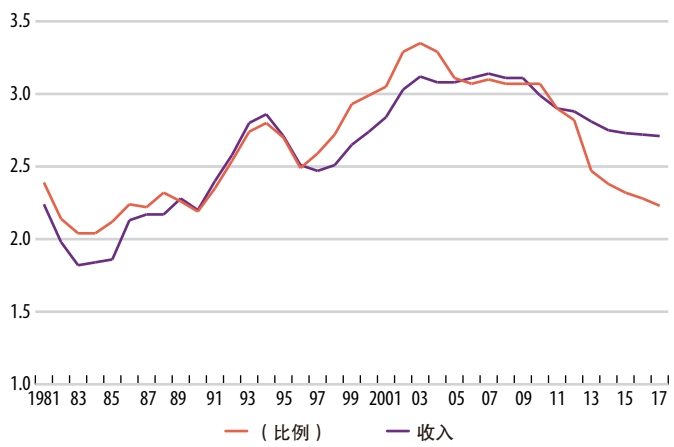
存在大规模的人口流动，但城乡收入比仍在稳步上升。到 2007 年，城镇职工的人均收入已达到农村地区的 3.14 倍——这使中国成为了全世界城乡差距最大的国家（见图 2）。中国人口大约占全世界人口总量的五分之一，但却只有 7% 的可耕种土地，因此，想要 5 亿人口摆脱农村经济、过上小康生活，困难重重。不过，即便算上已经迁入城市的农民，相对于中国的人均收入和人口密度来说，中国的城市化率仍然很低。韩国等经济快速增长的亚洲经济体在这个发展阶段的城市化率已经接近 80%。令人欣慰的是，在过去的十年里中国的贫富差距有所缩小——不过这种差距还很大，城镇职工收入是农民收入的 2.71 倍。

中国如果完全取消户籍限制，会产生巨大收益。从社会的角度来说，农村人口中的儿童和老年人比例过高。城市汇聚了大量优质学校，可以让未来的劳动力人口有机会接受更加优质的教育。虽然一些老年人更愿意留在农村地区，但也有一些人会希望搬迁到城市中生活，离他们的成年子女更近一些，同时享受高质量的医疗服务。从经济角度来说，农村地区仍存在劳动力过剩的问题，放宽落户政策有助于维持城市的劳动力人口。

图2

收入差距

城镇职工的收入几乎是农民工的3倍。



资料来源： National Bureau of Statistics of China.
注： 这个比值显示出了城镇职工与农民工在收入和消费方面的差距。

多一点融合，少一些壁垒

关于中国的成功，一直有一个有趣的悖论，那就是，它的金融体系不发达，但却实现了快速增长。一项基于银行所有权、利率监管、信贷分配干预和跨境资本流动管制的“金融压抑”指数显示，中国是主要经济体中金融压抑程度最严重的国家之一，类似于印度，略高于俄罗斯和南非，其自由化程度也远低于发达经济体。 一直到 20 世纪 80 年代，中国的金融体系几乎完全处于管制状态，从 1980 年到 2000 年左右，中国的金融体系才在自由化方面取得了较好进展，但自此之后就停滞不前。

对此，我们的解释是，向金融自由化迈出的最初几步轻松化解了中国经济所存在的问题，将中国的大量储蓄导入到了以出口为导向的制造业和房地产行业。在当时的发展阶段，适度的金融压抑有助于确保资金成本维持在较低水平。在出口和房地产行业，贷款都需要实物抵押（财产、建筑物、机械设备），因此，信贷分配并不困难。中国的出口主要来自私营企业，而非国有企业。房地产开发和房屋所有权也都属于私人性质。因此，政府出台鼓励发展出口和房地产产业的政策，实际上是间接地将资源引向了私营企业。

从 2001 年中国加入世界贸易组织到 2008 年全球性金融危机爆发这段时间，是中国的黄金成长期。新增贷款快速增加，GDP 较快增长完全可以维持非金融部门债务与 GDP 等指标的稳定。然而，这一切在 2008 年发生了改变。为了在全球金融危机后维持市场需求，中国开始向地方政府和钢铁行业等以往由国家主导的上游产业放贷，以此大举投资基础设施建设。

与此同时，中央政府决定向重点国有企业倾斜更多资源，希望通过资源和政策的倾斜，帮助它们成为全球龙头企业。中央政府下放给地方政府和国有企业的贷款激增，导致经济体中的负债总额以惊人的速度增长。这就表示，中国的金融体系在新的市场环境下表现得不是非常理想。如果融资推动的投资产生了强劲的增长效果，那么，

债务与 GDP 之比将保持稳定或缓慢上升。但杠杆率的快速上涨表明，资金多数流向了低效投资。

近年来，中国的全要素生产率增长停滞，凸显出资本配置能力薄弱这一问题。全要素生产率衡量的是生产率增长中无法由劳动力或资本增长解释的部分。在 21 世纪头十年初期，中国政府的大规模直接投资帮助建立了国内私营制造业产业，此后，全要素生产率每年增长 2.6%，且在头十年后期加速至 3.9%，引人瞩目。自全球金融危机爆发以来，全要素生产率再未出现强劲增长，2015 年至 2019 年期间的年增长率为 0.2%。

生产率停滞不前也释放出了一个信号，即中国需要加大创新力度，建立多元化的金融体系，为创新提供助力。中国存在许多有助于创新的元素：国内市场潜力大；研发投入占比高（占国内生产总值的 2.4%）；每年提供数百万名科学家、工程师和软件开发人员；逐步完善的知识产权保护制度。但中国的创新产出明显与这些优势不符。中国在一些技术领域的进步令人印象深刻，如金融科技和人工智能领域，但经济整体的全要素生产率增长疲软。中国仍在向国有企业倾斜大量资源，然而，大多数发明专利却来源于私营企业。

中国的金融体系更加青睐那些拥有传统资产（建筑物、机械设备）的企业，但对于那些依托于知识产权且富有活力的初创企业，则不愿为其提供资金。中国在对其下一个五年计划做出微调时，应将工作重心放在加强融资等领域的创新生态系统，而非针对特定行业和技术给予政策扶持。特别是中国还承诺在 2060 年之前实现净零排放的目标，所以创新是实现国家环境目标的关键。

扩大贸易和投资

中国的人均 GDP 能否赶超发达经济体，取决于它是否能够继续融入全球贸易和投资市场当中去。中国几乎是从完全自给自足的状态发展成为了如今世界上最大的贸易国，2020 年，中国还成为规模最大的外国直接投资接收国。然而，当前的国际环境极具挑战。中国计划在特定科技领域形成领导地位，令其合作伙伴产生了担忧情绪，反过来，这些合作伙伴对中国的科技企业施加了贸易和投资限制。在此背景下，面对着可能出现的风险，中国随之提出和制定了“双循环”战略，突出了内需和国内创新的重要性。技术脱钩不仅会伤害中国，还会对全球生产率增长产生更加广泛的影响。

作为反制措施，最近，中国签署了几项重要的经济协定，例如与亚太地区国家签署的《区域全面经济伙伴关系协定》以及与欧盟签署的《全面投资协定》。中国还与《跨太平洋伙伴关系协定》的成员国就未来加入该协议展开了对话，这一切都需要中国政府做出重大改革，例如，限制对国企的资源倾斜和补贴，向外国投资开放全新行业。中国还向拜登政府建议，减少两国经济之间的贸易和投资壁垒。

成败主要取决于中国如何应对国内挑战。

总之，中国正处于对外经济关系的拐点上。继续全面开放本国经济，开展贸易和投资协定磋商，这些都对中国具有深远意义。但成败主要取决于中国如何应对国内挑战。人口老龄化和城乡差距互为关联：加深融合有助于中国满足不断增长的老年人口的需求，防范本可以避免的城市劳动力人口急剧下降这一问题。金融改革与创新政策也互为关联。从有针对性的产业政策转向广泛扶持的创新产业，需要中国政府建立起一套更加多元化、更加富有竞争力的金融体系，不再一味给予国有企业政策倾斜。想要减少碳排放，同时又不影响生产率和生活水平的关键在于创新。FD

杜大伟，布鲁金斯学会约翰·桑顿中国中心高级研究员；**黄益平**，北京大学数字金融研究中心主任兼北京大学国家发展研究院经济学与金融学客座教授；**姚洋**，北京大学中国经济研究中心和国家发展研究院长江学者兼人文科学客座教授。

新冠疫情时期的

前后的不平等问题进行不同的排序。在评估新冠疫情所造成的不平等影响时，我们要明确到底需要衡量哪些不平等问题，这一点至关重要。

首先来看一看新冠疫情死亡率本身的全球分布情况。我们使用“因新冠疫情而折损的寿命”这一概念，即根据死亡年龄以及死亡时的剩余预期寿命估算的数据。我们发现，尽管发达国家的卫生和公共预防体系更加完善，但新冠疫情所导致的死亡率负担与人均国民收入仍呈正向相关关系（费雷拉等，2021 年）。图 1 表使用对数尺度在两条坐标轴上绘制了 145 个国家的人均国内生产总值与每 10 万名居民因新冠疫情而损失的寿命年数。

尽管死亡率负担在各个收入水平上均存在着巨大差异，例如，巴西的死亡率负担是泰国的 1000 倍（按人口调整），但死亡率负担与收入水平仍然存在极其明显的正相关性。富裕国家比贫穷国遭受到的人均寿命折损更严重。像布隆迪和坦桑尼亚等一些贫穷的国家明显减少真实死亡人数数据。因此，死亡率数据可能会存在极大的测量误差，但死亡率负担与收入水平之间具有极强的相关性，因此，它不太可能是一种伪相关。除此之外，这个结果也反映了富裕国家的老年人的人口结构，同时也反映出这种疾病的死亡率与年龄具有高度相关性。预期寿命增长、更完善城市化和病毒沿着主要贸易路线传播等因素，也对病毒的传播产生了一定的影响。

审视收入不平等问题

我们暂且抛开死亡率不平等问题不谈，先来看一看收入分配不平等问题。疫情期间，全球收入不平等问题是如何演变的呢？我们至少可以从三个方面来理解全球收入不平等问题：首先是，新冠疫情期间，各国人均 GDP 的分配情况发生了怎样的变化，布兰科·米兰诺维克（Branko Milanovic）将其称之为“第一种概念的”全球不平等。诺贝尔奖得主安格斯·迪顿（Angus Deaton）在最近的一篇文章中指出，平均而言，2020 年，富裕国家的经济萎缩情况比穷国更家严重（迪顿，2021 年）。虽然这个结果本身并不一定意味着国与国之间的不平等现象有所缓解，但却证明在 2020 年，无论是从基尼系数、泰尔指数还是变异系数等来衡量，实际收入的下降模式确实导致了国与国之间未加权的不平等问题有所缓和。这一现象正是自 21 世纪之交以来一种趋势的延续，当时，“第一种概念的”全球不平等开始缓解，很大程度上是由于中国和印度的崛起。但迪顿认为，如果说这次的缓和有何不同，那就是疫情加速了这种缓和趋势。

这种计算方法是以国家作为计量单位的，因此，卢森堡的权重与中国一样。有人也许会问，在新冠疫情期间，如果按人口加权来计算，各国人均 GDP 的分配情况会发生何种变化？我们可以设想一下，将 GDP 总量在全世界的所有个体间进行分配，然后测量这种情况下分配不平等的现象，这就是米兰诺维克的“第二种概念的”全球不平等。在这种统计方法中，我们会为所有个体赋予其对应国家的人均国内生产总值，而按人口加权的统计方法与此方法一样。

众所周知，不平等是一个棘手的概念，人们很难对此作出明确表述。

当按照人口来加权人均 GDP 之间的差异时，可以看到 2020 年国与国之间的不平等加剧了，迪顿认为，其原因可能是由于新冠疫情所导致。更具体地说，可能是印度经济急剧萎缩——在 2021 年新冠病毒发动第二波更猛烈的攻势之前，印度的死亡率就居高不下，经济也遭受到了重大损失。中国经济的正增长（死亡人数很少）可以抵消印度经济下滑的影响，但目前中国的人均 GDP 过于接近全球平均收入水平，因此无法完全弥补印度的经济损失。如果在计算时剔除印度，第二种概念的不平等问题将继续缓和，这与 20 世纪 90 年代之后的情况一样。通过印度，疫情确实帮助反转了先前国与国之间加权不平等程度不断缓和的形势。

当然，在任何一个特定的国家里，老百姓的收入都不可能完全一样。“第三种概念的”全球

照片：GETTY IMAGES/ PEDRO PARDO

不平等是指，当获得其各自的个人所得时，全世界所有个体之间存在的不平等。这一概念可以说是米兰诺维克的三个全球不平等概念中最有趣的一个，也是唯一一个考虑到了国家内部存在的不平等的概念。相对于许多能“较好”衡量不平等问题的指标而言，第三种概念的不平等只是国家内的不平等（其经过适当加权）与第二个概念的、国家间不平等的总和。

既然第二种概念的不平等在 2020 年有所加剧，那么，如果各国内部的“平均”不平等程度也有所加剧，我们就可以得出这样的结论：在新冠疫情期间，个体之间的全球不平等也在扩大，这与大多数人猜想的结果一致。但倘若我们现在就妄下论断，还为时过早。因为，个体收入数据来源于住户调查和官方数据，而 2020 年的住户和官方数据，我们现在还无法获取。对大多数国家来说，至少需要一年、甚至更长时间才能获得有关国家内部收入不平等情况的数据。

就目前而言，贫困加剧和亿万富豪收入的增长表明，多数国家内部的不平等确实正在加剧。我们有充分的理由认为，新冠疫情既引发了新的不平等问题，又扩大了各国内部原有的收入差距。来源于多个国家的长期证据表明，相比经济萎缩前或萎缩后，在经济严重萎缩时期，进入劳动力市场的工人的薪资收入都会减少，而且这种差异会持续多年。新冠疫情引发了大规模的全球经济衰退，势必会在年轻人群体中造成新的不平等问题。

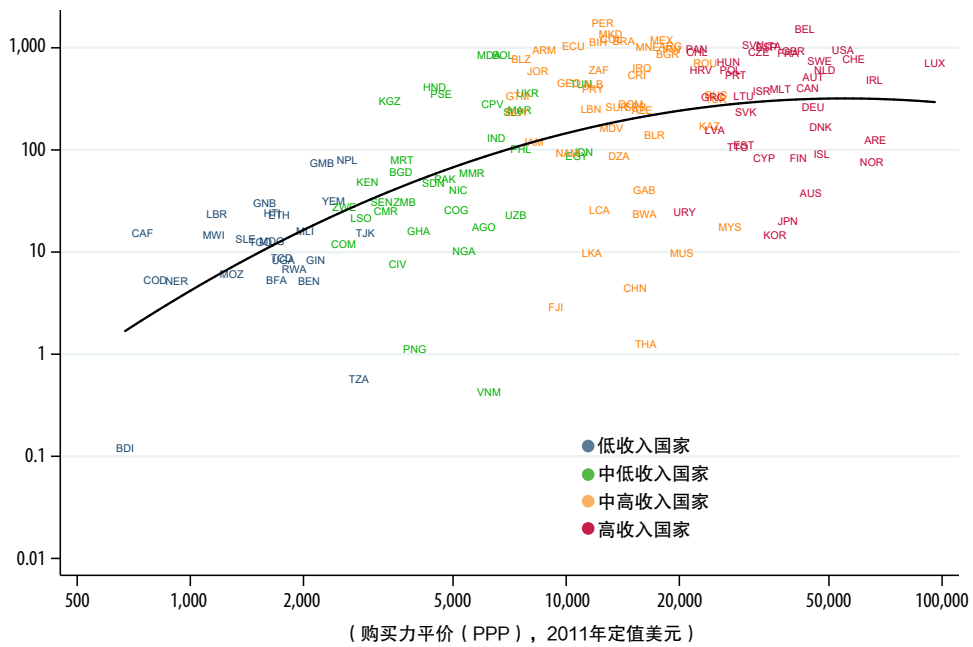
原有状况

新冠疫情还加剧了劳动力市场中本已存在的不平等问题，这主要是因为，远程办公能力与教育程度高度相关，因此，也与疫情前的薪资水平密切相关。尽管所有人都在谈论“重要人员”、我们每个人“都同处于这场灾难中”，但严峻的现实是，就业岗位和收入损失对技能水平和教育程度较低的工人的打击最大。先前来自美国公共和私人部门的大数据似乎也证实了这一点，尽管这

财富与健康

尽管富裕国家存在一定的优势，但它因新冠疫情损失的寿命年数比许多贫穷国家更多

（每10万人的寿命年数）



资料来源： Ferreira and others (2021).

注： 国家缩写为国际标准化组织的国家代码。PPP=购买力平价

些数据中存在一些细微差别（我们在这里不作赘述）。在发展中经济体，劳动力市场的工人也面临着同样的问题，但具体情况有些细微差别，这里的不平等问题主要来源于非正式工作岗位：低技能劳动者主要从事的是非正式工作岗位，他们无法享受休假或失业保险等社会福利。2021 年，数以亿计的临时工每天都要面临艰难的抉择：是为安全起见居家不外出，还是为了维持家人生计去冒被感染的风险。

职场上原本就存在种族和性别歧视，而以上这些劳动力市场上不平等问题的加剧，有可能会在许多国家演变为更加严重的种族和性别歧视。此外，由于女性需要花费更多时间来照顾孩子和做家务，因此，收入的性别不平等问题有可能会进一步恶化。

在新冠疫情期间，资本市场也使不平等问题雪上加霜。尤其是在发达国家，这种现象会更加普遍。为应对 2020 年 3 月到 4 月的大范围经济崩溃，全球主要央行都进一步放宽了货币政策，向金融市场注入了大量的流动性。目前，这些流动性并未导致商品价格通胀，但肯定已促成了资产价格的居高不下 。这也是股市繁荣的主要原因，而支撑股市繁荣的经济基本面却处于低迷状态。央行进行货币政策干预的初衷是美好的，其目的是为了避免企业破产，保障就业。但这些货币政策干预却让主要由富人持有的资产价格飞涨，可以说，干预政策与亿万富豪的总体收入增长存在很大关联。所以在疫情期间，持有亚马逊或 Zoom 的股票并不是获取财富的唯一途径。

社会转移支付

出于以上多种原因，国家内部的收入不平等问题预计会进一步加剧，但我们无法确定这种不平等加剧有多普遍。一方面，一些意想不到的证据表明，针对贫困人口和弱势群体劳动者的收入转移支付等社会保障政策应对措施取得了显著的成效。备受推崇的巴西智库 IPEA 的早期工作报告表明，2020 年 5 月至 9 月，巴西政府推出了大规模的“紧急援助”转移支付政策，该项政策在紧急卫生事件应对极为不利的情况下，仍然帮助巴西缓和了国内的贫困和不平等问题。法国、德国、意大利、西班牙和瑞典 5 个欧洲国家也实施了类似的政策（克拉克、德安布罗西奥和勒潘特尔，2020 年）。

在获得可靠的行政和住户调查数据之前，我们无法确切知晓本次新冠疫情对各国收入不平等的影响。与此同时，收入转移支付政策至少能够在短期内作为一项有效的应对措施，而这一暂时性的利好消息，应当会刺激其他国家采取行动。不过，政府需要做的事情还有很多。或许，新冠疫情在不平等方面带来的最大隐患是 过去一年，可以继续入学或者接受在线教育的孩子与因网络连接不畅或者学校设施差而无法上课的孩子之间的受教育的机会不平等。后者的学习进度很有可能会大幅落后于前者，甚至于完全辍学。这些差异所引起的学习和教育机会不平等问题既普遍又突出，当这些孩子进入劳动力市场时，这种不平等所造成的后果可能会在未来几十年当中一直困扰着我们。

我们从这些因素中概括的总体情况是，平均而言，如果不按人口进行加权，目前，国家之间的收入差距在不断缩小，而据我们初步推测，国家内部的收入差距在逐步扩大。我们前面提到过的，鉴于教育和劳动力市场会发生动态变化，后者的差距很可能会持续一代人以上的时间。更重要的是，现在看来，如果疫苗接种速度存在差异，美国、英国以及部分亚洲发达国家会比印度、拉丁美洲、多数非洲地区的经济恢复速度更快，2021 年，国家之间未加权的不平等问题很可能还会扩大。FD

弗朗西斯科 •H.G. 费雷拉，伦敦政经学院“阿马蒂亚 • 森”不平等问题研究教授和国际不平等问题研究所主任。

参考文献：

References:

Clark, Andrew, Conchita D'Ambrosio, and Anthony Lepinteur. 2020. "The Fall in Income Inequality during COVID-19 in Five European Countries." ECINEQ Working Paper 2020-565, Society for the Study of Economic Inequality, Palma de Mallorca, Spain.

Deaton, Angus. 2021. "COVID-19 and Global Income Inequality." NBER Working Paper 28392, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Ferreira, Francisco, Olivier Sterck, Daniel Mahler, and Benoît Decerf. 2021. "Death and Destitution: The Global Distribution of Welfare Losses from the COVID-19 Pandemic." LSE Public Policy Review 1(4), 2.

新冠疫情造成的市场恐慌

疫情后美联储的货币政策立场将使拥有大量私人部门外债的新兴市场的脆弱性暴露出来

塞布尼姆·卡莱姆利·厄兹坎

尽管新冠疫情尚未导致新兴市场爆发全面债务危机，但仍存在重大风险。

当前形势可能会给人一种安稳的“假象”，其主要原因是美国的货币政策对新兴市场的外部融资状况发挥了一定的缓和作用。通过让美元走弱、提供货币互换安排 、降低新兴市场的外部美元融资成本等方式，美国的货币政策确保资本持续流入新兴经济体。美国的货币政策对全球投资者的风险认知具有举足轻重的影响力，也因此，它始终都是决定新兴市场资本流入和流出的一个最重要的单一因素。 当美国最终开始加息时，新兴市场是否会出现危机？这将取决于三个关键问题：

美国的货币政策对新兴市场资本流动的影响，其具体影响会因新兴市场的风险不同而有所不同；

新兴市场经济体外债的币种和部门构成——在新冠疫情暴发时，其主要为美元外债，且以私营部门债务为主；

新兴市场经济体抗击疫情的有限财政空间，其需要政府持续在国外举借债务。

美国的货币政策

历史上，主权债务在新兴市场经济体中扮演着重要角色。20 世纪 80 年代的资料显示，美国国债和新兴市场政府债券之间的利差影响了市场对新兴市场债券的需求。最近，这种紧密联系已开始减弱。

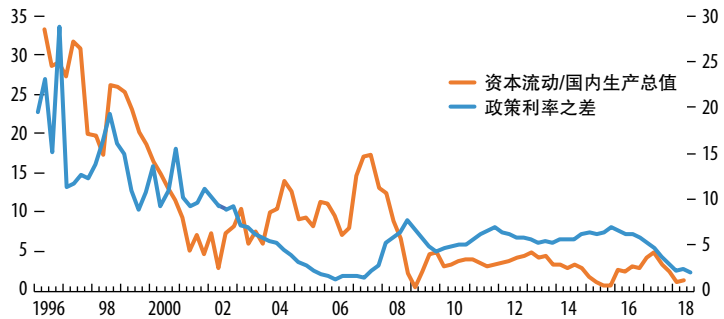
图 1 显示，自全球金融危机爆发以来，资本流动与政策利率之差间的相关性弱化了很多，而政策利率之差会直接影响短期国债利率。这是因为自 21 世纪初以来，跨境资本流动、企业贷款和企业债券等私人资金流动在新兴市场外部借款总额中的占比非常大。相比国债息差，私人投资者对某一特定新兴市场经济体的风险认知，对私人资金流动产生影响的可能性更大。当然，公共资金流动对全球风险认知也很敏感，在以本币计价时，这种情况会更加突出。因此，美国的货币政策会同时影响公共和私人部门流入 / 流出新兴市场的资金。请注意，资金也可能会反向流动：如果美国下调政策利率，全球风险情绪上升，公共资金很可能会流入新兴市场，而私人资金则可能会流出新兴市场。

美联储的空前措施使前期于 2020 年 1—5 月流出的 1000 亿美元公共和私人证券投资（股票和债券等有价证券）回流至新兴市场。美联储采取的措施不仅拉低了新兴市场的借贷成本，还帮助缓解了全球避险情绪，这反过来又促使 2020 年下半年私人资金流入新兴市场，从而降低了此类投资的风险溢价。不同新兴市场应对新冠疫情的情况不同，因此，各新兴经济体的资本流动情况也不相同（卡梅伦等，2020 年；国际货币基金组织，2020 年 4 月）。鉴于我们以往对美国货币政策变化所产生的影响的了解，这种资本流动方面的差异不足为奇（卡莱姆利 - 奥兹坎，2019 年）。不同新兴市场所存在的风险不同，因此，新兴市场对美联储政策立场的反应也不同，这直接受到它们应对疫情进展的影响。

这些都是利好消息，但由于缺乏实时的国际收支差额数据来跟踪总资本流动的情况，因此，我们无法从新兴市场的证券投资流出这一组数据（包括 700 亿美元的股票投资流出和 300 亿美元的债券投资流出；国际货币基金组织，2020 年 4 月）中完全掌握资本流动对新冠疫情和美国货币政策的反应情况。在之前的新兴市场危机中，哪类资本流动的枯竭最严重？新冠疫情暴发时，新兴市场经济体的外债存量构成是什么样？了解这些，有助于我们更加全面地掌握，在未来全球形势变化引发可能的资本外流时，新兴市场还存在哪些脆弱性。

图1
政策利率和国债利率的影响下降

自全球金融危机爆发以来，新兴市场和美国的政策利率之差对新兴市场的资本流入的影响有所下降



资料来源： Adapted from Kalemli-Ozcan (2019), Jackson Hole Symposium. Author's calculations are based on IMF data.

注： 政策利率之差指文件记录中相对于美国的息差。资本流动按照GDP进行了标准化处理，并绘制成三个季度的移动平均值。所有变量均为给定日期各个国家的平均值。季度观察数据来自46个新兴市场经济体

币种和部门

那么，2019 年年底，也就是疫情暴发前，新兴市场债务中的币种和部门构成究竟是怎么样的呢？新兴市场的债务主要由国债以及企业债券构成，其中很大一部分都是外债，跨境银行贷款所占的比重同样很大。但这些贷款并未包含在证券投资流动中。在新兴市场，债券投资流动（债券）和其他投资债务（贷款）在外债中的占比极

设计：ISTOCK/ FLORIANA

高（65%），两者比例大致相等。剩余的 35% 是股票投资流动和外商直接投资。主权债务占债券投资流动的 60% 以上，而银行和企业贷款合计占其他投资债务的 80%（Avdjiev 等，2020 年）。尽管主权国家可以通过发行本币债券从外部借款，但大多数跨境银行和企业的债券及贷款用的都是美元。

在此前的新兴市场危机中，哪些借贷部门以及哪种资产类别遭受的外资流失最严重？了解这一点非常重要，例如，2008 年的全球金融危机、2013 年的“缩减恐慌”——当时，由于人们猜测美联储将放缓购买金融资产来促进经济的步伐，导致美国国债收益率飙升。如图 2 所示，在这种危机时期，新兴市场资本流出中最多的要属跨境银行贷款，其次是跨境企业贷款和企业债券。

2008 年和 2013 年的危机表明，2020 年 3—5 月新冠疫情暴发时，新兴市场资本外流的实际情况本可能会更糟。在金融危机和“缩减恐慌”期间，集中于私营部门总体债务（而非证券投资流动一项）的资本外流，比疫情早期债券投资流出的 300 亿美元明显要大的多。而对于 700 亿美元的股票投资流出而言，这并不奇怪——股票是新兴市场风险最大的资产类别，而从投资者在风险面前抽逃资金来看，新冠疫情是全球金融危机以来最大的一次冲击（见图 2）。

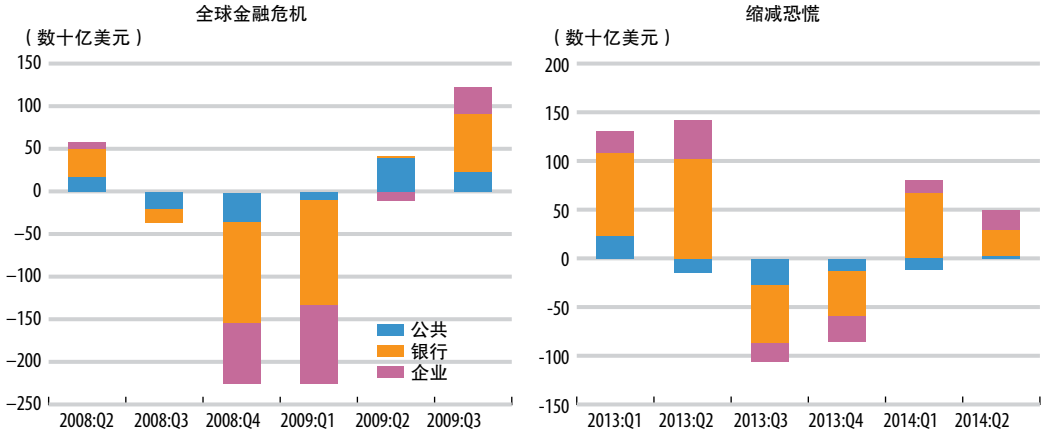
与全球金融危机和缩减恐慌时期不同，2020 年，美联储果断快速出手，采取了前所未有的政策措施，稳住了新兴市场的银行和企业债务资本流动。美国的货币政策是新兴市场私营行业资本流动的关键决定因素，这些资金大都以美元形式由私人债权人出借给新兴市场，其对全球投资者风险偏好非常敏感。

财政政策

我们是否会再次目睹“缩减恐慌”事件呢？美国经济走强，接着上调政策利率，会否引发资本逃离新兴市场？这个问题的答案取决于各国存在的特定风险，它不仅与外债总额高、国内私营部门外币债务高、通胀等典型脆弱性有关，还与新兴市场应对新冠疫情的政策有关。到目前为止，新兴市场和发达经济体一样，均采取了财政 / 货币组合政策。我们从新兴市场自身的历史了解到，财政政策在外债、国内债务和通胀之间发挥着特殊作用。

在国内，新兴市场政府必须抗击疫情，而其私营行业又必须对自身的外币计价外债进行展期。这就意味着，新兴市场政府必须在国外筹集资金，这既是为了抗击疫情，也是为私营部门违

图2
以往的资本外流
2008年至2009年全球金融危机和2013年“缩减恐慌”期间，新兴市场资金流出量占比最大的是银行贷款。



资料来源：Adapted from Avdjiev and others (2020). Author's calculations are based on IMF and Bank for International Settlements data.

当新兴市场经济体需要竭尽所能获取一切援助时，它们不仅需要在国内融资，还需要对外筹措资金。

约所需要的政府救助做好准备。但新兴市场政府的财政空间又有限。

新冠疫情暴发初期，发达经济体和新兴市场经济体在财政一揽子计划的规模上存在巨大差异。到 2021 年初，规模差异进一步拉大；新兴市场经济体的财政支持平均只占其 GDP 的 6%，而发达经济体平均约为 GDP 的 20%（国际货币基金组织，2021 年）。

仔细研究一下美国的数据，我们不难发现，这次新冠疫情冲击相对于全球金融危机的规模有多大。到目前为止，美国已经提供和承诺提供的援助规模 为 7.25 万亿美元，相当于 2019 年美国国内生产总值的 34%。相比之下，2007 年—2009 年的金融危机过后，美国提供的 8300 亿美元的援助仅占 2007 年 GDP 的 6%。应对像新冠疫情这样的冲击所需的财政支持的规模要大得多。

多数新兴市场经济体缺乏足够的资源，无力实施如此规模的财政一揽子计划，因此，它们在政策组合中也使用了货币政策。与发达经济体一样，它们转向了资产购买，即所谓的“量化宽松”。学者和政策制定者迅速发出了对债务货币化（即通过印钱来购买国债）的担忧。他们担心的是，债务货币化将导致新兴市场出现通货膨胀，让它们过去 20 年实行通胀目标制而辛苦取得的成果化为泡影。

通货膨胀与财政政策之间的联系一直困扰着新兴市场经济体。多数新兴市场都在惨痛的教训中认识到，想要充分发挥出通胀目标制的作用，财政纪律是关键。新兴市场的所有央行行长都清楚这一点，控制通胀需要财政纪律。20 世纪 70 年代的高通胀时期过后，发达经济体率先达成了一项共识，财政支持与央行的独立性是遏制通胀的关键。新兴市场与发达经济体一样，央行的独立性和财政纪律可以防范量化宽松引发通胀。量化宽松发挥出应有作用的关键是政策信誉。

全球有 15 个新兴市场经济体实施了量化宽松政策，它们的理由是，如果不实施量化宽松政策，那么预算赤字增加后金融市场将会出现国债泛滥的局面，最终造成利率上升。新兴市场的央行希望通过购买债券来防范此类风险（BIS 2020；IMF，2020）。到目前为止，新兴经济体的量化宽松规模大多不大，但较为成功，只有少数例外——其失败的原因在于央行信誉不够，无法让市场相信央行不会无限期地为政府提供资金。信用违约掉期（CDS）本质上是一种违约风险保险，也是外部融资成本的晴雨表，它部分反映了市场信心缺乏的现状。某些新兴市场的 CDS 利差有所扩大，但另一些新兴市场却没有出现这种情况，这反映了不同新兴市场的货币 / 财政政策组合的信誉存在差异。

当新兴市场经济体需要竭尽所能获取一切援助时，它们不仅需要在国内融资，还需要对外筹措资金。在这样一个关键时刻，外部融资成本上升可能会导致灾难性后果，尤其是如果美联储开始加息，会让美国迄今为止向新兴市场提供的宽松货币政策反转。因此，新兴市场经济体应谨慎平衡货币和财政政策组合，就有关政策开展透明的政策沟通，密切关注政策对外部借贷成本的影响。FD

塞布尼姆·卡莱姆利·厄兹坎，马里兰大学帕克分校经济学教授。

参考文献：

Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.

Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yildirim. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.

————2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

Kalemli-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.

动荡不安的新兴市场

马哈茂德·普拉德汉就新兴市场的前景对话理查德·豪斯和大卫·卢宾

过去一年，新兴市场资产的表现格外强韧，一反疫情暴发时更黯淡的预期。发达经济体的央行向市场注入了大量的流动性，这无疑发挥了积极作用。而一些新兴市场经济体还创造了更多政策空间，包括转向人们原以为只适用于发达经济体的非常规货币政策。此次危机将给全球经济留下伤痕。新兴市场和低收入国家的债务负担正上升至前所未有的水平。当全球流动性大潮退却时，是否会有更多国家需要资金援助？私人投资者是否愿意与它们分担负担吗？

两位资深市场参与者，德盛安联资产管理公司新兴市场债券首席投资官理查德·豪斯，花旗银行新兴市场经济主管大卫·卢宾，解释了为什么这类资产的成熟有助于减轻危机的影响，有助于增强其韧性，以及为什么有助于全球流动性环境恢复至常态水平。但他们认为，有些国家的私人部门需要承担经济调整所产生的负担。他们还呼吁包括国际货币基金组织（IMF）在内的公共部门，帮助各国利用环境、社会和治理标准合规债券发行需求不断增长的现状。。

《金融与发展》：你对新兴市场资产类别在疫情期间的表现感到惊讶吗？

理查德·豪斯：不惊讶，原因有两个。首先，新兴市场的资产类别目前已经远更多元化。其次，此类资产主要由国内投资者持有。25 年前我刚入行时，可供选择的国家很少，我们这样的外国投资者控制着这类资产。今天，可供选择的国家超过 80 个，外国投资者的平均持有占比约为 20%（包括企业债券）。庞大的国内持有限制了危机的蔓延，让整个资产类别更具韧性。

大卫·卢宾：卫生危机波及范围广，破坏程度深，可能产生多种后果。从 3 月下旬开始，美国实际利率暴跌，这一指标至关重要，40 年的历史表明，美国实际利率暴跌会推动资金流向新兴市场经济体。2020 年全年，新兴市场经济体借款人发行的欧洲债券总量约为 8000 亿美元，较 2019 年增长了 10% 以上。考虑到经济衰退导致经常账户逆差赤字减少，多数新兴经济体的外部融资需求下降，债券发行总量的增长尤其令人意外。

《金融与发展》：当发达经济体的长期收益率开始趋于正常，央行开始退出资产购买时，会出现什么情况呢？

大卫·卢宾：自 20 世纪 70 年代以来，美国加息就一直对新兴市场的资本流动构成威胁。最近，十年期美国国债小幅上涨，引发了一轮动荡。但根据任何历史标准，十年期美国国债实际收益率维持在负值，都是极低的水平。只要收益率在这种低位徘徊，大规模资本外流的威胁就应处于可控状态。

《金融与发展》：你们都认为，新兴市场降低对外国投资者的依赖程度，会增强自身韧性。但外国投资者是否更善于差异化对待不同国家？还是发达经济体的大规模政策应对引发了混乱？

理查德·豪斯：2020 年年初，几乎所有资产类别都出现了暴跌，然后强劲反弹。流动性的注入掩盖了一些问题，但并没有掩盖所有国家的问题。尽管多数资产价格必然随着流动性大潮而水涨船高，但决定资产价格的最终还是宏观和政治因素。市场参与者往往合理地差异化对待，特别是在主权信用和外汇方面。

大卫·卢宾：2020 年最出乎意料的是，几乎所有的新兴经济体如何得以放宽货币政策。这在很大程度上得益于美联储的支持，2020 年 3 月，美联储表示，“交给我们吧，我们会解决这个问题。”这是美联储释放出的一个强烈信号，表明货币政策也可以用来拯救新兴市场。动用财政政策则更加困难，因为多数国家不具备发达经济体的雄厚财力。

《金融与发展》：如果美国经济强劲增长带动长期利率上行，能否抵消借款成本上涨的影响？

大卫·卢宾：一般情况下，我认为无法抵消。我认为，当美国收紧货币政策时，新兴经济体因资本外流而蒙受的损失，要超过出口增长带来的收益。原因是，近年来，影响全球投资贸易和大宗商品价格的主要因素不是美国，而是中国。美国的决策影响到新兴市场的资本账户；但中国对其经常账户的影响更加显著。

理想的组合是，弱化美国的影响力，以低利率推动资本流向新兴市场，强化中国的作用，促进贸易和投资活动。若美国能通过拜登总统的基础设施计划影响全球投资增长，这将帮助到新兴国家，特别是中国将发展重心重新转向消费市场。

《金融与发展》：新兴市场更加积极地运用了非常规货币政策。这是否意味着一些国家具备的工具超出我们之前的想象？

理查德·豪斯：这很难一概而论，量化宽松存在几种不同的形式。但与几年前相比，各国央行都已采用非常规货币政策。“新兴国家不能实施量化宽松政策，否则会引发动荡”的说法早已成为过去。

大卫·卢宾：但不同国家的政策非常多样化。例如，印度就宣布成功实施了扩张性财政政策，对债券收益率设置了上限。如果其他国家也推行这一政策，就会出现大规模的资本外流。其不同之处往往在于市场对各国增长潜力的信心，及其资本账户的开放程度。

《金融与发展》：债务负担不断增加，您对此是否有诸多担忧？新兴市场，尤其是低收入国家，能够通过增长摆脱债务危机吗？

理查德·豪斯：应对新冠疫情对金融市场的影响是一个全球性关切的问题。对我来说，一个紧迫的问题是各国经济增速之间存在差异。很遗憾，相比发达经济体，新兴市场的疫苗分发速度要慢得多。但市场未考虑到这种差异。尽管新兴市场会实现反弹，但我认为，其债务占 GDP 的比重若干年内都无法降至新冠疫情暴发前的水平。

照片：MATTHEW LUMB AND COURTESY OF DAVID LUBIN
设计：ISTOCK/ MICROSTOCKHUB

大卫·卢宾：我同意。累积巨额外债非常危险。但我们现在的状况还不至于此。从历史标准来看，外债偿还率、外债与外汇储备之比等指标尚未达到过高水平。美国的低利率有助于将偿债成本维持在较低水平。20 世纪 80 年代和 90 年代危机的共同点是，新兴经济体缺乏美元资产。在过去的 20 年里，许多新兴经济体都在努力积累外汇储备。一些国家的国内债务问题更为严重。投资者和 IMF 缺乏相关经验，不了解此类危机可能会导致哪些后果。我们在过去 40 年中积累的经验主要与外债相关。

理查德·豪斯：最大的不同是，钉住汇率制已经成为历史。因此我认为，新兴市场不会再出现大规模的系统性危机。有些国家可能会出现企业层面的危机，但绝不会再发生主权国家层面的危机。

《金融与发展》：你认为是否会有很多国家需要 IMF 或其他多边机构提供资金援助？私人部门能否分担经济调整产生的负担？

理查德·豪斯：尽管美国国债进行了大幅度的重新定价，但我们可以看到，在 2021 年第一季度，新兴市场的主权和企业债券发行规模创下了记录。一些面临流动性或偿付问题的国家需要 IMF 提供更多援助，并且可能需要私人部门参与重组。具备基本的主权资产负债表分析能力的人都能看到这一点。但我不认为这种情况会蔓延开。近期，阿根廷、厄瓜多尔和黎巴嫩的违约或债务重组没有蔓延开。这为何与往日不同呢？当债务明显不可持续时，私人部门必然应该参与进来。

大卫·卢宾：投资组合经理的工作就是评估风险。20 世纪 80 年代，IMF 首次在欠款政策中引入了贷款。如果私人债权人仍然认为 IMF 会为他们提供救助，那就是工作失职 。

《金融与发展》：新兴市场和低收入国家能否从环境、社会和治理（ESG）合规借款的需求增长中受益？

理查德·豪斯：这是一种新兴的资产类别，但潜力巨大。据估计，该类资产规模约 160 亿美元，但只占新兴市场资金管理总额的 4%。现在，所有投资人都希望配置这种资产，我有四分之三的客户会见都是关于此类资产的投资策略。

IMF 可以发挥自身作用，帮助规模较小的国家参与进来，特别是考虑到其帮助这些国家实现联合国可持续发展目标的承诺。现在，市场上已有关于绿色、社会和可持续债券的国际通用原则，还有大量可用的公共和私人数据。IMF 可以在监测、沟通和报告中发挥自身的作用。

《金融与发展》：IMF 应专注于帮助各国构建绿色债券发行能力，还是专注于监测和执行工作？

理查德·豪斯：在帮助各国发行债券方面，投资银行的意愿更强。IMF 可以在监测和沟通方面提供更多帮助，尤其是在社会和治理问题上。令人鼓舞的是，IMF 的报告已经涵盖这些问题。与各国进行沟通至关重要。这是投资者经常会提出的问题。

大卫·卢宾：这个领域很复杂，因为货币是可替换的。例如，一个国家表示，其筹集的资金会投资于绿色项目，或者在农村地区兴建学校。但我们如何确定资金用途呢？

第二个问题是，ESG 评级与人均 GDP 密切相关。我担心，随着绿色和社会责任债券在全球市场上日益深入人心，可能会产生适得其反的后果。低收入国家的资本流入将会面临风险。

《金融与发展》：但这不正是 ESG 债券的宗旨，即向政府施加经济压力，迫使其消除弊端吗？

大卫·卢宾：投资者习惯于基于风险对 ESG 进行评估。社会和治理问题一向是评估分析的一部分，因为这些属于信用风险。但基于价值的投资日益普遍。例如，“这个国家对待记者态度恶劣；直到问题得到解决，我不会在那里投资。”如果这种想法渗入到投资过程中，我不确定谁会从中受益。投资者一方可能拥有筹码，最终会导致这种情况持续存在。FD

马哈茂德·普拉德汉是 IMF 欧洲部副主任。

昔日涓涓细“流”，如今长江大河

流媒体为新兴市场国内外的内容创作开辟了新路径

亚当 · 贝苏迪

她是一位美丽迷人的尼日利亚律师；他是一位风度翩翩的印度投行精英。与男女主角的爱情跨越国界一样，让这个故事经久流传的电影同样也跨越文化：在尼日利亚摄制，在印度剪辑，并由网飞公司向全球观众发行。

除了父母反对以及甜蜜的劲歌热舞等情节外，尼日利亚的尼莱坞和印度的宝莱坞联合发行的这部《Namaste Wahala》（在印地语和尼日利亚皮钦语里是“你好，麻烦”的意思），体现了在流媒体的新时代，娱乐世界可以变得多小。

现如今，网飞、迪士尼和亚马逊等流媒体巨头都在以空前的方式扩大新观众群体，并发展重叠市场。此举是为了在最具活力的新兴市场，为蓬勃发展的电影和电视行业开辟新的可能性，转变电影制作的经济核算方法，重新定义哪些作品能成为热门。

哈米什 • 达利亚尼 • 阿胡贾是第三代印度裔尼日利亚人，她曾在网飞发行的情人节电影中担纲编剧、导演、制片、演员等。她表示：“这一趋势的绝妙之处在于我们可以同台角逐。我们作为一部尼莱坞电影，我们的发行市场、票房对手、观众群体比肩的都是好莱坞大制作电影，这一点让人激动不已。”

阿胡贾拍摄的这部浪漫喜剧片在短时间内就

设计：ISTOCK / VIDEOWOK_ART; NIKADA; BEYHANYAZAR; OATAWA; METAMORWORKS

入围了网飞美国的前十大榜单，为网飞最近进军非洲内容创作市场营造了口碑。

在印度等大型新兴市场，流媒体服务的增长仅仅增强了娱乐产业带动经济活动的作用。有人估计，娱乐产业占印度 GDP 的 1%；尼日利亚有超过 100 万人直接或间接从事电影产业相关工作，尼莱坞是尼日利亚仅次于农业的第二大就业部门；而在去年，中国的票房收入已超过美国。尽管新冠疫情的影响在所难免，但人们的娱乐需求始终不变，内容创作的数字化正在改变娱乐产业的游戏规则。

世界经济论坛媒体、娱乐和文化项目负责人斯蒂芬·霍尔表示："我认为，我们正处于国际内容创作巨大浪潮的起步阶段，国际内容创作领域的投资规模达到了空前水平。"

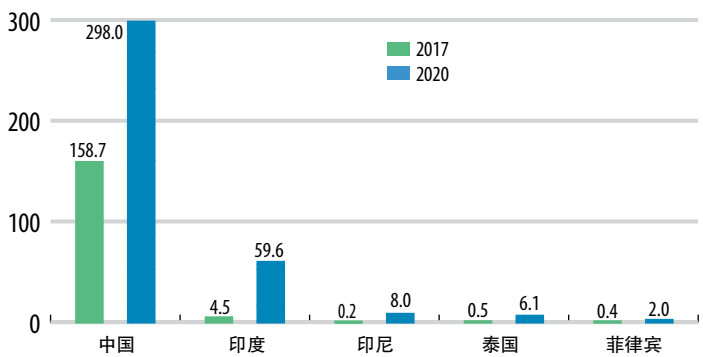
基础设施是关键

在亚洲最大的新兴市场，流媒体服务已呈爆炸式增长（见图 1）。独立研究和咨询公司亚洲传媒伙伴的数据显示，印度的视频流媒体服务订阅量已从 2017 年的 450 万增至 2020 年的 5960 万。印度尼西亚的订阅用户已从 2017 年的 20 万增至 2020 年的 800 万。泰国和菲律宾的同期增长率分别达到 130% 和 71%。

图1

流媒体服务激增

在亚洲一些最大的新兴市场，流媒体服务的订阅量近年来呈指数级增长。



资料来源：Media Partners Asia。

亚洲传媒伙伴新加坡执行董事韦克·库托表示："在过去三至四年中，这些大型新兴市场经历了一场移动端革命，特别是印度市场，移动端流量刚刚出现一轮激增。从基础设施的角度来看，行业格局成倍增长。"

在印度，网络服务快速扩张，这引发了印度最大电信运营商之间的激烈竞争，使流量资费下降至全球最低的行列。多数用户使用智能手机获取流媒体视频服务，因此，印度是全球智能手机平均流量使用最多的国家之一。

2019 年，网飞在印度推出了一项移动端专属计划，用户可以通过智能手机或平板电脑浏览创作内容，月资费不足 3 美元。网飞在马来西亚也推出了类似计划。在世界的另一端，西班牙电信公司（拉丁美洲最大的电信服务提供商之一）于 2018 年宣布了一项多年合作计划，允许该地区的订阅用户在其平台上无缝注册网飞账号。在非洲，互联网服务面临着诸多挑战，流媒体服务商与电信运营商合作，帮助潜在用户更便捷地进行支付。

新冠疫情更加快了这一趋势。有机构对来自 10 个发达及新兴市场经济体的数千名观众进行了一项年度调查，发现近一半的受访者在 2020 年上半年订阅了流媒体服务，主要原因是居家时间变长。

在多数国家，网络接入水平的提升也降低了流媒体主要参与者的准入门槛，这进而重新定义了内容创作领域的可能性，增强了行业竞争程度。

尽管流媒体服务使内容创作更容易跨越国界，传播到地区市场或触及全球观众，但关键仍然是吸引并留住需求多样的国内订阅用户。

2019 年，迪士尼收购了印度知名流媒体服务商 Hotstar，目前占流媒体服务订阅用户量的 30%。网飞对新兴地区本土内容创作的投资正在稳步增加，去年为进军非洲市场推出了更多原创内容。2020 年，这家以邮购 DVD 租赁服务起家的流媒体巨头公司的获客量达到了 3660 万，年增幅创下新高，当前全球订阅用户数超过 2 亿。2019 年，亚马逊因一部连续剧亵渎了印度教，在

印度发表了罕见的公开道歉，今年3月，亚马逊宣布将不再局限于电视节目制作，并将首次联合制作宝莱坞大片，此举表明亚马逊没有任何退出印度市场的迹象。

尽管美国公司在一定程度上面临国内流媒体服务商带来的竞争压力，但它们有意动用自身的雄厚资本支持本土内容创作，从而占据了市场主导地位。

库托表示："本土内容的生态系统非常重要。随着网飞、亚马逊等互联网巨头和迪士尼在本土市场发展壮大，致力于在本地投资发展创意经济至关重要，否则其面临的敌意会越来越强。"

双向贸易

电影和音乐等文化产品贸易往往牵涉到诸多文化和政治敏感问题。时至今日依然如此。

长期以来，欧洲国家一直要求特定比例的电视广播内容，以及当前特定比例的流媒体内容，必须在本土制作。中国已形成一种严格的外国内容审查环境，促进了以腾讯和爱奇艺等中国企业为主导的流媒体服务的强劲发展。印度的文化敏感性迫使美国的大型公司调整方向，以保持业务增长。

但美国明尼苏达大学经济学教授乔·沃德佛格表示，在网飞和亚马逊等美国巨头公司经营的市场，它们在更大程度上是在促进自由贸易，而非推行文化霸权。

研究内容数字化如何影响创意经济的沃德佛格表示："令人惊喜的是，文化贸易是双向的。当下的竞争就像一场赛马。将时间稍微拉长一些，我们能看到制作成本已大幅下降，这带来了音乐和电影创作的爆炸式增长。"

沃德佛格在其2018年出版的《数字复兴》（Digital Renaissance）一书中指出，内容创作数字化正在引领流行文化的黄金时代。

新技术让更多的人掌握了电影制作能力。与此同时，互联网还扩大了传播渠道。这就意味着，电影可以绕过传统的影院发布 。在新冠疫情期间，即使在直接在线点播量远远落后于美国的印度市场，这种趋势也有所加速。

流媒体服务将低成本和高成本制作的电影拉到了同一平台。

沃德佛格表示："文化产品是一个极端个例，因为很难预测什么产品将会流行，这意味着在投资决策时迎合消费者。好莱坞有句老话'未来事天知道"。

然而，流媒体服务的兴起减少了电影制作中所需的猜测。从经济角度来说，互联网创造了规模经济和范围经济，这意味着，创意内容的供给和需求的数量和种类都有所增加。根据观众喜好推送内容，创造了一种更加高效的商业模式，几乎可以在全世界任何地区推广。

对于拥有大量忠实受众以及内容制作能力的新兴市场来说，这绝对是个利好消息。网飞和亚马逊等提供的流媒体服务，在为这些新兴市场的电影和电视行业开辟了新路径发挥重要作用，不仅如此，它还加剧了与国内电视广播公司之间的竞争。

亚洲传媒伙伴的库托表示："对于制片公司而言，最重要的是让作品跨越自然地理界限，为更多观众所欣赏。对于一个国家的文化部门（不论是政府部门还是机构），通过一个故事展示本国风情，传递价值观，打造全球知名度，能产生巨大影响，这一切最终会转变为经济效益。"

2020年2月，《Namaste Wahala》的创作人阿胡贾受邀出席网飞高管在拉各斯举行的发布活动，机会悄然降临。她的电影预映宣传活动引起了人们的关注。这部电影原定于2020年4月在尼日利亚影院上映，但不巧赶上疫情暴发。幸运的是，流媒体巨头向她伸出了橄榄枝。

她说："我认为当下已经是一个内容创作市场。内容发布数量已不受限。" FD

亚当·贝苏迪，《金融与发展》职员。

包容性的创新者

彼得·J.沃克关于耶鲁大学教授罗希尼·潘德的介绍，后者致力于研究完善的制度如何改善社会公平

照片：PORTER GIFFORD

1990 年，印度政府宣布，将预留部分公务员职位录取低种姓公民，此举引发了大规模的学生抗议和自焚等暴力活动。在安静的教室里，当时还是德里大学经济学本科二年级学生的罗希尼·潘德指出:“求职应该靠个人能力，而非特殊待遇。”

然而，两年后的一次全新经历改变了她的看法。罗希尼·潘德生于印度的特权精英阶层，成年后，她发现自己在牛津大学始终是个“外人”，尽管拿到了著名的罗德奖学金 。

潘德在一次视频采访中表示：“美国求学者与亚洲和非洲求学者之间明显存在等级之分。对于相对贫困国家的求学者，他们来到牛津是为了接受本国无法提供的优质高等教育，而对于多数美国求学者，他们只是休两年假期，之后还会回到美国知名高校。”

这种失衡迫使潘德更深入地思考公平问题，她表示，从劣势群体的视角，她现在能对印度低种姓人的困境感同身受。

潘德表示：“与许多生于特权阶层的人一样，我花了很长时间才意识到特权的含义。”这段经历对她的职业生涯产生了深远影响，此后她一直致力于理解制度对民众生活的影响。

美国经济学会的资料显示，现年 49 岁的潘德是“她这一代人中最具影响力的发展经济学家之一”。她在政治经济学、国际发展、性别经济学、反腐和应对气候变化等领域均做出了开创性的贡献。

耶鲁大学南亚经济研究院主任夏洛蒂·泰勒·摩尔表示：“在她的整个职业生涯中，她坚持探索的不仅是哪些措施能改善穷人的生活，还包括其背后的原因，其对‘如何构建制度框架’的启示，以及应当如何看待这个世界。”

2019 年，潘德被任命为耶鲁大学亨利·J. 亨氏二世经济学教授兼经济增长中心主任。此前的 13 年里，她一直在哈佛大学肯尼迪学院担任资深教授。任职期间，她联合创立了“政策设计依据”项目 (Evidence for Policy Design)，该项目与发展中经济体当局合作应对政策问题。潘德因进一步提高女性在经济学中的地位，荣获 2018 年卡洛琳·肖·贝尔奖。

政治经济学

罗希尼的前同事、哈佛大学教授丹尼·罗德里克表示：“多年来，我从罗希尼身上学到了很多东西。她主张的发展方法自始至终秉承着一个理念，即发展程度较低和弱势地位的根源既在于经济，也在于政治。”

从牛津大学毕业后，潘德到伦敦政经学院攻读博士。在撰写博士论文时，她聚焦于印度为增加少数群体政治代表性所做的努力，方法是在特定辖区仅允许低种姓人参选，这一政策被称为“政治席位预留制”。她发现，在邦一级，这一做法增加了有利于弱势群体的再分配，表明政治代表性和政策影响力之间存在直接联系。

在后续工作中，潘德继续探究这种联系，聚焦于健全的政治制度对发展和扶贫的重要性。她最近指出，贫困问题能否成功解决，直接援助的影响不大，更大程度上依赖于建立有效的民主制度，确保弱势群体能推动其代表落实再分配政策。

她表示：“运转良好的民主需要的远不止是一种制度，赋予全体公民每隔几年参与投票的权力。关键在于，它要赋予公民知情权，避免民主制度被腐败所侵扰。”

对潘德而言，政治也关系到她本人。她的母亲姆里纳尔·潘德是印度知名的新闻工作者，近期，她因报道了一场大规模农民抗议活动，面临煽动暴乱的指控。

罗希尼表示：“要实现有效的民主制度，强有力的新闻自由制度必不可少。政客们将新闻自由视为一种不受欢迎的干扰，但没有新闻自由，政客们就会盲目行事，最终买单的是整个国家。”

质疑思维

有效的金融机构也对发展至关重要，潘德的工作就曾多次检验过传统智慧。

2005 年，她与伦敦政经学院的罗宾·伯吉斯合著了一篇有关乡镇银行的论文，对当时的主流观点提出了质疑；论文指出，鉴于公共资金支持的乡镇银行无法盈利，其无法有效支持经济发展。

但研究人员表示，乡镇银行的设立宗旨不见得是盈利，而是为贫困家庭服务和缓解贫困。以这一标准来看，特别是在印度，乡镇银行实现了其主要初衷。

国际货币基金组织（IMF）代表团团长佩蒂特·托帕洛娃对《金融与发展》（F&D）表示:“这篇论文确立了银行信贷与减贫工作之间的因果关系，为发展经济学做出了极其重要的贡献。”潘德在哈佛任教时，托帕洛娃是赴哈佛任访问学者，曾与潘德合作开展研究工作。

在小额信贷的相关领域，有观点认为，必须要求贷款人频繁还款，以防止发生违约。潘德对此提出了质疑。几年来，她聚焦于这些举措的主要目的，发现了采用灵活还款期的好处，包括降低交易成本、减轻借款人财务压力以及扩大商业投资。

潘德曾与诺贝尔奖得主、麻省理工学院的埃斯特·迪弗洛多次展开合作，挑战了有关水坝对经济发展的根深蒂固的作用。研究人员表示，水坝实际上会加剧当地的贫困问题，因为修建水坝会给当地带来混乱，导致民众无家可归，而穷人无法为此得到充分补偿。尽管下游地区的贫困问题能得以缓解，这种收益无法弥补水坝周边地区贫困的加剧。

这些研究成果触动了有些人的神经。一位世界银行高官曾向耶鲁大学和麻省理工学院的发展问题高级研究员抱怨，这让后者感到可笑。潘德表示，反对的声音主要来自 2005 年前后一种根深蒂固的观念，即大型基础设施项目有利于经济增长，而分配问题则居于次要地位 。

迪弗洛表示：“罗希尼具有超越常人的同理心。她能理解民众生活的诸多方面，而这些问题我甚至完全没想过。从最初的直觉，到研究成果最终发表，与她并肩奋斗的漫长旅程是对我们合作最大的回报之一。”

性别政治

潘德与迪弗洛和托帕洛娃一起探究了政治代表性和性别问题。

十年前，她们开展了一项研究，即地方官员中的女性名额如何影响人们对官员工作成果的看法。印度在 1993 年修改了宪法，在地方政府内为女性保留了三分之一的席位。从 1992 年到 2005 年，地方官员中的女性占比从 5% 上升至 40%。

西孟加拉邦的比尔普姆主要由农村和贫困地区所组成，研究者们在这里随机抽取了 495 个村庄，对 7000 户家庭进行了调查。在每户家庭中，她们采访了一名成年男性，一名成年女性以及所有 11—15 岁的子女。

研究者发现，人们接触越多女性官员，对官员总体工作绩效的评价就越高。她们还发现，女性官员能提高父母对女儿的期望以及女儿的理想 。潘德表示：“我们工作的长期影响在于，随着更多女性担任领导职务，人们的观念可能也会转变。”

尽管示范效应十分明显，但研究并未发现关于年轻女性享有更好的劳动力市场机会的证据。潘德表示：“有近 1 亿的印度女性表示，她们愿意接受任何工作机会。”有证据表明，她们宁愿工作，也不愿承担家务。

因此，潘德重点研究了妨碍女性就业的社会惯例 。她表示，规避这种观念的一个方法是：允许女性掌管自己的薪水。

但潘德与南加州大学的西蒙·沙纳最近开展的一项研究表明，女性不仅需要银行账户，还需要接受理财知识教育。

沙纳表示：“相对于只开设个人银行账户或不开设银行账户，为女性提供基础银行技能培训和直接存款服务，能提高其在政府福利计划和私人部门劳动力市场的参与率。”

在为《印度经济时报》旗下的《ET Evoke》撰稿时，潘德强调说：“同行网络可以建立一种认知，即女性有可以学习、依赖的榜样，并且可以判断出社会对女性工作的观念可能不像个人想象的那样消极。”

从腐败问题到气候问题

在潘德有关腐败问题的工作中，态度的转变也是一个重要组成部分。她与麻省理工学院的本杰明·奥尔肯合作开展了关于腐败问题研究的评估和分析，驳斥了如下观点，即穷国更易于滋生腐败，因为民众的容忍度更高。该分析被各方广泛引用。相反，她们指出：“富国和穷国都有滋生腐败的可能性，区别在于制度。”这表明，政府

需要改善执政透明度，并强化控制机制。

对腐败问题的兴趣使潘德参与到气候问题的研究工作中。十多年前她结识了当时在哈佛大学修读高管培训课程的艾米·亚吉尼克。亚吉尼克是古吉拉特邦污染控制委员会的一名律师，现任古吉拉特邦议会议员，她们探讨了难以获取可靠排放数据的问题。

潘德对此很感兴趣，她研究了如何通过解决排放主体和监管机构之间的利益冲突来提高信息质量。潘德表示："我对气候问题的兴趣很大程度上来源于我对腐败问题的思考。"她与迪弗洛以及芝加哥大学的迈克尔·格林斯通合作，通过调整激励措施以获取有关污染情况的可靠信息。

其中一条建议是，排放主体不得自行选择审计人员，而应由其他主体随机指派，按固定费率支付报酬，以防引发利益冲突。尽管该政策缓解了腐败问题，但她们的其他研究工作表明，此举存在潜在成本，即无法利用某些监测单位可能掌握的有价值软信息，这表明两种做法之间存在一种微妙的平衡。无论以何种方式获取，优质信息都能对调节碳排放和应对气候变化发挥极为重要的作用。潘德及其同事正在研究通过碳排放交易制度实现减排的可行性，而持续监测中的创新活动能为此提供支持。

诸如此类的制度变革能够切实缓解气候变化。据潘德及其同事估计，只要在持续监测中进行创新，就有可能获取可靠完整的工厂排放信息，使减排总量增加 30%。

潘德就气候变化问题与政策制定者进行了沟通，2019 年，潘德通过哈佛大学的"政策设计依据"计划，帮助印度在古吉拉特邦启动了世界上首一个颗粒物排放交易系统。

指导他人

潘德是一位尽心尽责的导师。在其学生向卡罗琳·肖·贝尔奖评审方提交的推荐信以及在颁奖典礼上的发言中，都充满了往届和应届学生的感激和称赞。

哈佛大学教授纳塔莉亚·里戈尔就曾是潘德指导过的学生之一，她告诉 F&D："罗希尼的一切都不同凡响。里戈尔表示她待人的慷慨大方，学术圈内无人能及。"她指出，在发表学术论文时，潘德会将所有参与人员都署名为作者，无论其资历深浅。

为确保女性能舒适地从事经济学研究，潘德运用了在制度方面的专业知识。她建议消除刻板印象，接纳不同视角和观点，将求职者的评估要求标准化，并更多关注女性榜样。潘德强调，保证每个系列讲座至少有一名女性发言人非常重要，并曾威胁对性别构成不够均衡的会议进行抵制。经济学专业的学生称潘德是他们的精神偶像；他们联名请愿，移除了经济学院入口处悬挂的多幅白人男性教授肖像。而潘德则将哈佛大学的克劳迪娅·戈尔丁和耶鲁大学的佩妮·戈德堡视为自己的精神偶像。

为确保女性能舒适地从事经济学研究，潘德运用了在制度方面的专业知识。

尊重是相互的。戈尔丁说道："罗希尼作为教师的慷慨、作为导师的奉献精神，以及慷慨地给学生提供各类公共产品（包括美食），都令我印象深刻。"而戈德堡则引用潘德的话来评价她："站在研究前沿，致力于社论文章，引领着耶鲁经济增长中心"。

一项名为"包容经济学"的新倡议为潘德的贫困问题研究提供了一个聚焦点。该组织由潘德和查瑞蒂·特罗耶·摩尔领导，总部设在耶鲁大学，利用数据驱动的方法，致力于寻找穷人增强自身影响力和争取应享增长红利的方法。

潘德表示："不平等问题加剧和制度式微（尤其是民主制度）形成了一个恶性循环，而自然环境对增长的约束会进一步加剧恶性循环。什么类型的体制改革可能帮助我们扭转恶性循环，形成制度日益完善、社会日益平等的良性循环？" FD

彼得·J. 沃克，《金融与发展》职员。

照片：COURTESY OF TREVOR MANUEL

以人为本

南非任期最长的财政部长特雷弗·曼纽尔回顾了南非失落的十年，以及为非洲新冠疫情的应对措施筹集资金

1994 年，南非举行了首届民主选举，之后，种族隔离政权完成了权力交接，彼时，南非经济混乱不堪，社会不平等问题深重。偿债成本占 GDP 的比重非常高。经验丰富的反种族隔离斗士特雷弗·曼纽尔临危受命，出任南非财政部长。上任后，他当即作出了一项艰难决定，即修改了政府预算编制流程，设定了严格的财政赤字削减目标。截至 2006 年，南非经济实现了 20 多年来的最快增长，预算赤字接近于零，曼纽尔完成了人们眼中几乎不可能完成的目标。他表示：“何为领导力？无所畏惧，坚持你认为正确的道路就是领导力。”这个立场贯穿了他的整个职业生涯。作为世界银行发展委员会主席兼国际货币基金组织治理改革委员会负责人，在直言不讳地批评“旧秩序”时，曼纽尔直截了当地将新兴市场和发展中经济体的发言权和代表权提上了国际议程。

在民主南非的前四任总统任期内，曼纽尔曾担任内阁部长长达 20 年。此后，其出任非洲联盟应对新冠疫情问题特使，并继续倡导公平的竞争环境。在接受《金融与发展》（F&D）的安娜丽莎·巴拉采访时，曼纽尔谈到了南非的困境，以及非洲为应对疫情所需的资源。

《金融与发展》：作为财政部长，您排除万难推行了预算改革，并最终实现了南非持续时间最长的经济增长。您对那些正面临艰难抉择的国家有什么建议吗？

曼纽尔：根据宪法，内阁成员需要集体或单独向议会负责。政府预算代表的就是这种集体责任，所以，作为财政部长，我的职责就是说服内阁，降低债务占 GDP 的比重。我们在财政部设立了技术委员会，邀请其他部门对自身的支出需求做出解释，引入了中期支出框架，以完善预算编制计划。在预算日的前几个月，我们会向议会提交一份预算政策声明，根据政府的优先事项设定支出总额度。在某种程度上，之所以设计这种制度，是为了逼迫我们量入为出，这也是我们的优势所在，我们可以在政府事务管理问题上达成一致，因为人人都希望为实现民主贡献一份力量。

但现在，这种态度已经不存在了。雅各布·祖玛执政的十年不仅仅是南非失落的十年，可以说，社会各个方面的发展均已停滞。我们在倒退。祖玛政府认为财政部权力过大，因此，总统曾试图将其进行拆分。弱化财政部权力的后果，现在我们已经看到了。政府征税能力被削弱，严重的内部腐败破坏了国家整体的资源配置效率。南非的执政党可能还是同一个，但南非早已不是以前

的南非。

《金融与发展》：南非崛起于被国际社会孤立的环境中，曾一度成为世界上最具发展潜力的新兴市场之一。但近些年来，它的经济增长表现明显落后于其他新兴国家，是什么阻碍了它的发展呢?

曼纽尔：在南非总工会中，有大约 60% 的成员是公务员。如果你按照购买力平价标准对比一下南非公务员的薪酬水平与新兴市场国家公务员的薪酬水平，你就会发现，他们的待遇相对更好。但这剥夺了国家资源。

在我担任财政部长期间，很多同事在财政部工作的原因并不是因为这里的待遇极好。驱使他们工作的是一种集体精神——而这就是推动变革的方式。当你们共同承担责任，并能就一个不受意识形态驱动的议程达成一致时，就可以建立起一种制度，不论部长如何更换，制度永存。维持意识形态的纯洁性是南非转型的最大阻碍。

《金融与发展》：南非一直以来都在与不平等问题做斗争。我们可以采取哪些不同措施呢?

曼纽尔：南非的社会保障网络状况极其糟糕，而提供社会保障网络至关重要。也就是说，我们需要不断地重新审视“社会福利工资”的构成。社会保障不仅仅指失业救济。它关乎社会福利制度能否给具有最迫切需求的人提供保障。它关系到教育和医疗品质，人们是否能够用上清洁的饮用水、卫生设施和垃圾收集站等。

2020 年，在南非一个叫“科索沃”的非正式定居点，有一位高中生毕业了。他的数学成绩有 99 分，物理成绩则得了 100 分。“科索沃”是南非谋杀率最高的地区。每天晚上，当这个孩子在学习的时候，枪弹会从他居住的小屋飞过。如果不改变这些学生的生存环境，解决平等问题就无从谈起。“社会资本”这个概念很难具体阐释，但从有效的教育制度中走出来的青年人，你可以从他们的信心中看到什么是社会资本，它可以为青年人赋予无限可能。

《金融与发展》：您估计在未来三年，非洲每年应对新冠疫情的资金缺口约为 1000 亿美元。各国怎样补上这个缺口呢?

曼纽尔：作为特使，我们的任务是找到解决方案，解决偿债成本不断上升这一主要风险。很明显，我们要先从国际货币基金组织和 G20 开始。这也是《暂停偿债倡议》诞生的原因。在原定推迟偿还的 120 多亿美元中，实际已经释放的资金量只有大约 50 亿美元，解决不了多少问题。

2008 年 10 月，当雷曼兄弟破产时，G20 召开了首次峰会。截至 2009 年 4 月，各国同意了特别提款权的分配方案。当今世界需要的就是这种领导力。我们需要一个新的特别提款权分配方案，讨论如何利用未使用的特别提款权，提高低收入国家以及陷入困境的中等收入国家的流动性。

《金融与发展》：回顾我们以往在债务减免工作中所做的努力，我们今天应该铭记什么?

曼纽尔：在某个时间节点，我们需要讨论债务削减问题，这与 1996 年启动的国际货币基金组织和世界银行的联合债务减免倡议一样。我们暂且不论设定的条件是否可行，但多数国家确已从中受益。当时与现在的区别就在于，现在可以利用资本市场融资的发展中国家比以往更多。有些国家迫切需要减免债务，但又担心一旦申请，信用评级会被下调，因而进退两难。

《金融与发展》：您在一个种族隔离的城市里长大，童年的种族隔离经历令您在开普敦抵抗运动中改变了自己的职业生涯，最终身陷牢狱。在斗争过程中，是什么让您坚持下去? 当您进入内阁后，您是如何做到脚踏实地呢?

曼纽尔：我不会让环境主宰我。每当我经历重大事情时，我的母亲总是能出现在我的生活里。去年，在她的葬礼上，我说过，每次在提出预算时，我都会在听众中搜寻她的身影。对我来说，最重要的是要了解我的母亲是否理解我所说的话。我可以谈论“经济学”，但如果生活受影响的人不理解经济学为何物，我说这些又有什么意义呢? 人才是我们生命中最重要的部分。你不能让他们失望。FD

为了控制篇幅、理清脉络，我们对采访内容进行了编辑。

货币融合

覆盖整个西非地区的货币联盟将会带来利好，但仍面临诸多障碍

埃斯瓦尔·普拉萨和维拉·松圭

在新冠疫情期间，发达经济体为避免出现更加严重的全球性经济危机，曾要求央行为本国经济提供广泛的流动性支持。非洲各国为应对疫情，也曾向央行申请提供 1000 亿美元的刺激贷款，但却由于缺乏注资等融资工具。若建立实力雄厚的区域性央行或整个非洲层面的央行，能否有所助益？西非经共体（ECOWAS）的地区经验让我们窥见了实现货币一体化所需的条件。但同时也凸显了这种方法所存在的局限性和非洲大陆所面临的困局，以及必须要解决的一些基本问题，以加强地区经济韧性，并构建区域一体化的替代路径。

西非经共体的 15 个成员国的领导人曾计划在 2020 年年底前建成货币联盟，但由于尚未做好筹备工作，不得不放弃了这个时间表。一个货币联盟若要正常运转，必须实现宏观经济趋同，特别是保持类似的通胀水平以及足够低的公共债务占 GDP 比率。而这些条件，西非经共体国家还远未实现。新冠疫情的暴发及其产生的巨大经济和卫生影响，使已有 46 年历史的西非经共体成员国暂缓了所有联盟提案。

尽管如此，考虑到诸多潜在效益，各国仍希望建立起一个区域性的货币联盟。西非经共体的货币联盟可以改善地区的贸易和投资流动性，改善成员国宏观经济和结构性政策的纪律性，增强自身抵御外部冲击的稳定性。与实力雄厚的央行建立货币联盟，有助于地区更好地抵御新冠疫情带来的破坏性经济影响。货币联盟还可以对地区通胀预期发挥锚定作用，并推动政府做出有益于劳动力市场和产品市场的改革。此外，货币联盟还可以对财政政策施加外部约束。

各国希望建立货币联盟，同时也反映了他们一种深层意愿，即加强地区内各国之间以及整个非洲大陆之间的经济一体化。非洲大陆自由贸易区的出现就是一个例子。无论货币联盟何时建成，甚至结果如何，各国还可以推进一体化的许多其他要素。其中，有些方面已取得有益进展。

一体化面临的障碍

经济体在经济增速和通胀等领域关系越紧密，就越适合建立统一的货币政策。在西非经共体内部，由于存在发展水平、经济规模、人口和经济结构等差异，15 个成员国统一使用一种货币面临重大障碍。

在这 15 个国家中，有 6 个国家可以归为中等收入国家（按市场汇率计算，人均年收入不低于 1000 美元）；其他国家则属于低收入国家。

不同国家的经济规模存在巨大差异。非洲大陆最大经济体尼日利亚的 GDP 约占西非经共体的 67%，而五个最小成员国的 GDP 占比加起来还不到 2%。

其次，各国在人口方面也存在显著差异。西非经共体共有 3.5 亿人口，尼日利亚、加纳和科特迪瓦三个国家占到了总人口的约 67%，而六个人口不足 1000 万的国家占总人口的比重仅为 7%。

地区内经济体的结构也存在差异。有石油出口国，也有石油进口国。多数国家严重依赖农业和采掘业，两者是其 GDP 和出口的主要来源，但部分国家也有一部分制造业。

鉴于存在这些差异，各国之间的 GDP 增速和通胀无法同步。对于西非经共体成员国，GDP 增速和通胀变动的主要驱动因素是进出口相对价格变动，然而，这些所谓的贸易条件冲击在地区内的影响并不均衡。例如，油价变动对石油出口国尼日利亚的影响与对石油进口国的影响截然不同。

对 15 个成员国而言，这些差异会给引入统一货币带来棘手的技术和治理难题。鉴于成员国的生产和经济结构不同，缺乏调节机制（即独立的货币和独立货币政策）会给税收和支出政策维持经济稳定的目标带来成沉重的负担。新冠疫情等冲击给地区内各个经济体造成了不同程度的压力，显示了关键政策工具缺失所引发的难题。例如，尼日利亚在新冠疫情初期因油价暴跌而遭受的损失就远超其他国家。

此外，贝宁、布基纳法索、科特迪瓦、几内亚比绍、马里、尼日尔、塞内加尔和多哥等西非经共体的八个成员国（大部分为法语国家）目前已是货币联盟的成员。这些西非经济货币联盟的成员国使用统一的货币，执行统一的货币政策，即与欧元挂钩的非洲金融共同体法郎。该货币

设计：ISTOCK/ARTINDO; LYSENKOALEXANDER

联盟之所以运转良好，部分原因在于其成员国的经济结构类似，经济规模较小，能够从建立统一央行中获益。

而西非经共体成员国之间差异更大，构建运转良好、长期有效、并能给为西非经共体带来经济利益的货币联盟，面临着诸多技术、操作和政治阻力。也曾有人倡议，构建一个更广泛的泛非货币联盟。但考虑到各国之间差异更大，这一安排会面临更严重的障碍。

同时，我们应该认识到，西非经共体成员国已在人员、商品、服务流通等方面实现了一体化。从另一个角度来看前文讨论的问题，它关乎的是如何巩固并强化一体化进程。

加强联系

截至 2021 年 2 月，在 54 个签约国中，有 36 个国家正式批准了“非洲大陆自由贸易协定”。该协定大幅降低了非洲国家之间大宗商品、货物和服务自由流通的关税和非关税壁垒。因此，非洲得以在多边论坛上就全球贸易政策问题发表一致的观点。非洲大陆自贸协定将促进西非经共体国家之间的一体化进程，并加强与其他非洲国家之间的贸易联系。

西非经共体还采取措施，促进成员国之间的贸易一体化，具体包括在 2015 年推出西非经共体贸易自由化计划和共同对外关税。但成员国之间仍存在一些壁垒，例如，各国征收关税不均衡，对跨境贸易保留了其他限制措施等。该领域也取得了一些进展：各国政府为消除贸易流通障碍，在国家层面采取了措施，并以当前区域层面的工作作为补充。然而，消除地区内的显性和隐性贸易壁垒依然任重而道远。

区域一体化可以减少商品、资本和劳动力的跨境流通障碍，从而使该地区受益，帮其为可能的货币联盟做好准备。当然，自由流通也有代价，它会使制定国内政策变得复杂化。地区内资金流动不受限制，可能导致某些国家的房地产和其他资产市场出现繁荣 - 萧条周期。此外，为寻求更好的就业机会，劳动者会在西非经共体国家之间迁移，从而引发社会和政治紧张局势。

深化一体化的措施

西非经共体的领导人们必须确定，为加强货币联盟的稳定性，需要建立哪一层级的经济联盟。西非经共体和其他非洲国家可参考欧盟的经验，从中获取宝贵的教训。在欧盟，经济强国曾向弱国提供巨额的财政净转移，特别是在欧债危机期间及危机过后，这引发了 巨大的政治和经济压力，险些导致货币联盟分崩离析。由于欧元区各国间的银行监管政策不同，存贷利差较高的国家金融体系出现的问题，进一步加剧了整个系统的压力。

全面的经济联盟并非货币联盟成功运转的必要条件。然而，若无法实现宏观经济趋同并建立强有力的制度框架，局部联盟可能导致巨大压力。例如，各国之间生产率增速存在差异，可能需要进行财政转移，若其他调节机制（例如，能够维持均衡的资本和劳动力流动）无法弥补上述影响，成员国之间就会出现政治紧张局势。欧元区核心经济体和承压经济体之间的紧张关系就凸显了这一问题。

各国之间无论是否建立货币联盟，都会存在一定的问题，这些问题会影响西非经共体的区域增长力度和可持续性，以及分配的公平性。这包括区域金融市场的发展和一体化，特别是关系到政府和企业债市场以及货币市场的的发展和一体化。通过传统技术和手机银行等新技术，让更多民众享受到金融服务（普惠金融），这一点也很重要。针对地区内联系日益紧密的金融市场主体（包括银行和非银行金融机构）进行协调监管，也能产生有益效果。

各国需要在区域层面建立起强有力的制度框架。一个关键要素是对经常账户和资本账户交易进行统一监管，以促进商品、服务和资本更

自由地流动。与国内和全球支付系统充分整合，并能加快跨境交易结算的区域支付系统，将促进整个地区商业活动的繁荣发展。目前，构建兼顾制度性风险和系统性风险的银行统一监管标准也是当务之急。

在面临需要放松国内货币政策的压力时，能有效收集宏观经济数据和金融数据的区域性机制，以及交叉核查西非经共体成员国政策立场的多边监督机制，能帮助成员国保持良好的纪律。同时，有必要在成员国之间建立风险共担机制，以共同应对对成员国影响不均的外部冲击，例如大宗商品价格大幅波动，甚至是新冠疫情等独特事件。

替代方法

各国也可以考虑采用其他替代方法，以进一步推进区域贸易和金融一体化。

例如，亚洲国家之间有一套广泛的贸易和金融协定，但同时，每个国家又保留了货币政策自主权。比如，“清迈倡议”等区域风险共担机制，会在一定程度上集中参与国的外汇储备，因此承担了一部分我们提出的货币联盟的功能。

在贸易流通以及更加广泛的经济一体化方面，区域贸易和金融协定能否发挥类似于货币联盟的有益作用，仍是一个值得探讨的问题。然而，尽管欧洲的货币联盟促进了欧元区的贸易和投资流动，但也加深了欧元区国家之间的经济和政治紧张局势，这一历史经验发出了警示，即构建货币联盟不可操之过急。此外，考虑到亚洲的做法以及非洲大陆自贸协定取得的进展，我们有必要考虑，旨在推进贸易和金融一体化的一系列安排，是否构成建立更加长效、更具韧性的西非经共体货币联盟的有用（也许甚至是必要的）前提。

前进道路

西非经共体的领导人们必须谨慎对待与货币联盟相关的巨额成本、实操问题和过渡性风险。成员国的生产和经济结构不同意味着，抛弃独立货币和独立货币政策会给每个国家的其他政策带来沉重负担。

欧元区的最新经验表明，建立更广泛的经济联盟将对单一货币区起到巩固作用，这包括构建银行业联盟，统一的金融监管体系，以及支撑劳动力和产品市场正常运转的统一制度。这些都是西非经共体领导人需要长远考虑的问题。要实现强劲的可持续增长，更均衡地分配经济增长的成果，西非经共体地区国家还需要推进区域金融市场发展和一体化进程，通过传统技术和新技术来增强金融包容性。

西非经共体引入单一货币将成为一项重要而宏伟的事业，并会带来诸多潜在效益。

西非经共体引入单一货币将成为一项重要而宏伟的事业，并会带来诸多潜在效益。如果领导人致力于建立稳健的政策和制度框架，妥善权衡效益和风险，必将改善西非经共体国家的经济福祉，促进经济繁荣。

为应对新冠疫情危机，非洲各国重新就货币政策工具开展了对话；因此，非洲货币基金可能再次引起各国的兴趣。如果该机构成功落地，西非经共体的经验和教训将成为其无价的财富。FD

埃斯瓦尔·普拉萨，康奈尔大学教授，布鲁金斯学会高级研究员。**维拉·松圭**，联合国副秘书长兼非洲经济委员会执行秘书、布鲁金斯学会客座研究员。

本文广泛借鉴了两位作者即将出版的著作《西非单一货币：区域一体化的驱动力？》，布鲁金斯学会出版社，2021年7月。

不平等的利益

各国央行应就货币政策的分配效应开展更好的政策沟通

妮娜·巴丁顿、奇亚拉·弗兰托、丹尼兹·伊戈安、海伦·普瓦松

为应对新冠疫情所造成的经济影响，全球各国央行都采取了降息和资产购买等广泛的货币宽松政策。宽松的货币政策确实降低了新冠疫情的影响。但与此同时，也引发了一个备受争议的问题，即宽松政策是否加剧了不平等现象？人们认为，货币政策在一定程度上要为股市在疫情低迷后的上涨负责，而股市上涨主要使富人受益。即便如此，货币宽松政策依然具有缓和不平等问题的作用；例如，低利率可以鼓励小微企业贷款，创造就业岗位。

那么，总的来说，宽松的货币政策究竟是加剧还是缓解了不平等问题呢？

桑普森一家

关于货币政策的讨论往往过于抽象，我们可以从更加个人的角度来考虑一下这个问题。当你国家的央行放宽货币政策时，对你个人意味着什么？它对你的财务状况有益还是有害？与他人相比，你的生活过的怎么样？基本上，这取决于你的收入、财富、储蓄和债务状况。

为了说明这一点，我们来介绍一下桑普森一家，这是我们假想出来的一个家庭，它的家庭成员包括丽莎，一个 20 出头的年轻女性；她的父母玛格丽塔和奥梅罗；以及她 50 多岁从事会计工作的叔叔阿图罗。货币宽松政策对他们一家产生了什么影响呢？

首先我们看一下丽莎，她是一名餐厅服务员，靠着这份收入，她可以攻读护理学学位。相比那些年长的、高技能的和经验丰富的工人（比如她的叔叔阿图罗），她目前是一名低技能工人，且收入较低，在经济衰退期内，丽莎也比那些年长的员工更容易失业（见图 1）。

货币宽松政策削弱了经济衰退对失业的影响，对丽莎来说这是一个利好消息。通过这一劳动收入渠道，货币宽松政策刺激了经济活动，降低了失业率，且尤其使年轻、缺乏经验和低收入工人受益——在经济衰退期，最先承受失业打击的往往就是这批人。如果没有宽松的货币政策，她失业的可能性会更大，她和她叔叔之间的劳动收入差距会进一步拉大。即使丽莎能够找到一份新的工作，通常也会存在雇佣期短、福利差、不稳定等问题。

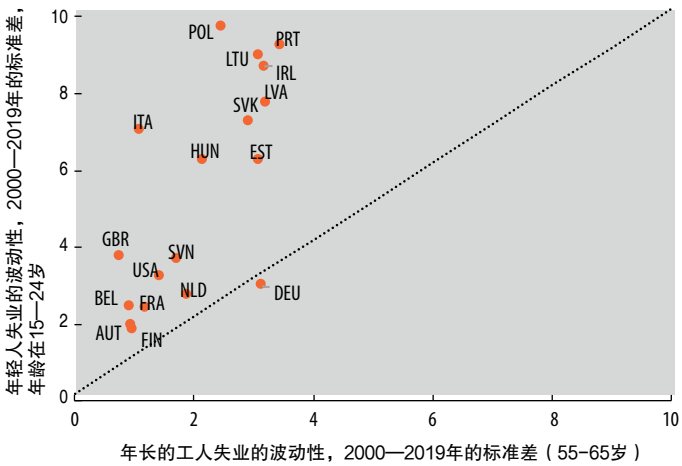
现在，我们来看一下阿图罗，他有工资收入，也有债券和股票投资等资本收益，并且，还持有一栋房产。低利率会增加他的资本收益；因此，阿图罗既能通过收入构成渠道，也能通过资产负债表渠道（债券、股票和不动产价格上涨）从货币宽松政策中受益。但由于丽莎未持有任何资产，因此，她无法直接从资本收益的增加以及资产价格的上涨中受益。

最后，让我们来看看玛格丽塔和奥梅罗的情况。他们现已退休，存了一辈子的积蓄，依靠退休金和存款利息生活。他们是净储蓄者。丽莎是

图1

年轻人

年轻人比年长的人更容易失业



资料来源： Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

注： 通常，收入较低的年轻人面临的失业风险更高，因为，年轻人失业对经济周期更敏感。数据标签使用的是国际标准化组织的国家代码。

设计：THE NOUN PROJECT

一个净借款者，有助学贷款和车贷。如果利率下调，丽莎欠银行的利息会减少，因为她的贷款利率会下降（如果是浮动利率），或者她可以重新申请低息贷款。但是，利率下调，玛格丽塔和奥梅罗的利息收入会下降（可能需要扣除通货膨胀因素，因为货币宽松政策会导致通胀水平上升），并因此蒙受损失。他们的退休金实际收益可能会下降。

在其他同等条件下，货币宽松政策通常会使负债率低、有大量银行存款的人群受损，而让那些净借款人受益（欧克雷，2019 年；查莫拉尼，2021 年）。换句话说，它在储蓄者和借款者之间进行了再分配：这就是所谓的储蓄再分配渠道。

最终的赢家是 .....

宽松货币政策对丽莎、她的父母和叔叔所产生的净效应取决于货币政策措施通过不同渠道所产生的综合影响。因为，他们可以通过一些渠道获益，但也会因其他渠道蒙受损失。

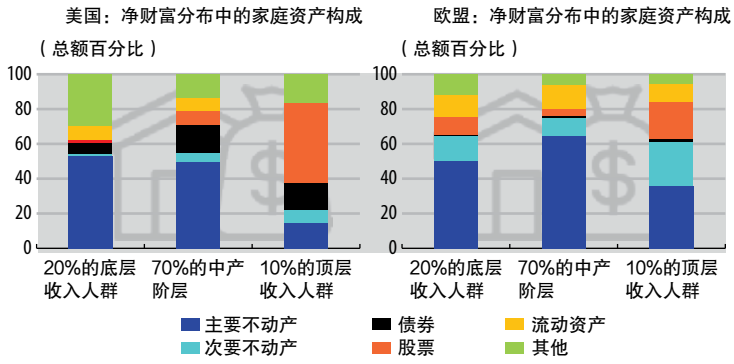
例如，丽莎可以通过她的劳动收入和偿债成本下降等渠道从货币宽松政策中受益，但她无法从资产价格的上涨中直接受益。

随着央行放宽货币政策，阿图罗的劳动收入和资本收益都会上涨，因此，他将从这两个渠道受益，但如果他是净储蓄者，他就会因为利息收入的下降而蒙受损失。玛格丽塔和奥梅罗的住房增值可以抵消他们因储蓄利息收入下降而蒙受的损失，并且，如果货币政策能够帮助他们的女儿保住工作，他们就无需接济之前生活拮据的女儿。

图2

关键是你所持有资产的类型

处于财富分布中不同位置的人们所持有的资产不同



资料来源： Household Finance and Consumption Survey (2016) for the European Union; Survey of Consumer Finances (2016) for the United States; and IMF staff calculations.

注： 欧盟成员包括奥地利、比利时、塞浦路斯、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、马耳他、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚和西班牙。

不同渠道

根据桑普森一家的情况，我们可以看出，货币宽松政策的分配效应大小取决于不同渠道的相对重要性。而且，根据国情的不同，不同渠道的重要性也会不同。

例如，在金融普惠程度较高的国家，贫困家庭申请贷款的渠道更加畅通，更有可能办理按揭贷款、购置房产，因此，他们能够从降息中受益。而在其他国家，那些更愿意全款购房的群体无法从降息中受益。在有些国家，银行主导着金融体系，那些将储蓄存入银行而且没有负债的人，可能会通过储蓄再分配渠道蒙受货币宽松政策带来的损失。相比社保体系不健全的国家而言，在社保体系普及度较高的国家，由于货币宽松政策，低收入工人的失业风险会更低。

在欧盟和美国，资产负债表渠道对不平等的影响取决于人们所持有资产的类型。资本收益对最富有家庭的影响最大，因为他们持有更多的金融资产。在美国，这种现象尤其明显，其中，有 10% 的最富有家庭，他们三分之二的资产是债券（占 16%）和股票（占 46%）（见图 2）。除这个群体外，欧盟和美国的绝大多数家庭持有的最大资产都是不动产。这意味着，货币宽松政策可能会通过房价而非资本收益产生更加公平的影响，而且，背有按揭贷款的人也会因偿债成本下降而有所受益。

综合上述几个渠道的研究结果——疫情前的研究成果，我们发现，暂时性的货币宽松政策总体净分配效应利弊兼有，经济影响往往可以忽略不计，但不同国家之间以及传统（利率）和非传统（资产购买）货币政策之间存在一定的差异。例如，在美国，在实行货币宽松政策之后，收入不平等问题加剧，同时消费不平等问题有所缓和，但影响很小，而且都是暂时性的（卡普兰、莫尔和维奥特朗，2018 年）。

更大的问题

多数国家都存在收入和财富差距的不断拉大和财政预算施展空间有限等问题，鉴于此情况，货币政策是否应当在解决不平等问题方面发挥更大作用?

问题在于货币政策工具过于粗放，无法有效地应对人口结构或者社会经济中的特定人群所面临的困境。此外，政府推出货币政策的初衷是为了维持价格平稳、经济产出稳定，而缓解不平等问题与这两项核心目标相悖，增加央行的调控目标，可能会削弱货币政策的效力。不平等这类的长期趋势性问题所产生的根源多为结构性因素，需要针对特定群体采用精细化的调控工具。有鉴于此，在解决不断加剧的不平等问题方面，其他参与者——特别是政府，才能发挥出更大作用。

央行可通过专注于自身主要职能来自由发挥专长：采取适当措施，在维持价格平稳的同时，对抗经济滑坡，保障就业。与此同时，央行应在现有政策框架内，通过对影响货币政策传导的收入和财富分配渠道进行建模和分析，更好地理解和考虑家庭之间的差异。

与此同时，支持性财政政策和结构性改革，加上宽松的货币政策，也可以改善宏观经济和分配的成果。有针对性的财政支持，加上有序的结构性改革——比如积极的劳动力市场政策，包括求职协助和就业人员再培训等——都有很好的效果。这些政策对解决日益加剧的不平等问题、帮助那些被经济转型甩在后方的人有良好的效果。

在不平等问题的争论中——包括在新冠疫情期间，央行的主要作用都是，就货币政策措施所产生的积极和消极的分配效应，多渠道开展透明的政策沟通，包括央行官员发表的讲话、官方报告、社区宣传活动等。央行要向全社会解释，货币政策措施是如何通过提高贫困人口的就业前景、减少消费不平等等现象来增加总体社会福利的。清晰的政策沟通对于维护央行信誉、澄清央行的主要职能有着至关重要的作用。

全球主要的央行已经开始明确讨论货币政策措施所产生的分配效应（卡尼，2016 年；莱恩，2019 年）。美联储近期修订了自身的主要职能，强调了美联储将把就业最大化作为自身一个广泛的包容性目标，同时还会加强货币政策刺激给贫困人口带来的福利。

疫情之外的问题

新冠疫情产生了巨大的分配效应。社会上有关不平等的争论之声依然不绝于耳，包括对央行作用的有关讨论。如果新冠疫情对收入和财富分配的影响持续下去，货币政策对不平等问题发挥作用的多条渠道的相对重要性可能会发生改变。

尽管央行的首要目标仍然是维持宏观经济的稳定，但央行也可以通过传达、监测和分析货币政策所产生的分配效应来发挥作用。各国央行还应强调反设事实，即尽管货币政策措施会产生一定的分配效应，但可以提高社会总体福利。最后，各国央行应让全社会认识到，不平等问题的长期加剧、利率长期下行，其根源很大程度上在于结构性因素，这些因素只能通过政府出台其他政策来解决。FD

妮娜·巴丁顿，高级经济学家；**海伦·普瓦松**，国际货币基金组织战略、政策和审查部副处长；**奇亚拉·弗兰托**，国际货币基金组织西半球部经济学家；**丹尼兹·伊戈安**，国际货币基金组织研究部处长。

本文基于国际货币基金组织近期发表的一份工作报告（《货币政策的分配效应》）编写而成，作者包括《货币政策的分配效应》的作者以及**瓦伦蒂娜·博尼法乔、路易斯·布兰登·马奎斯、巴拉斯·琼托、菲利普·恩格勒、达维德·富尔切里、鲁伊·马诺、成田真知子穆拉德·敖默伟和葛乃恩·帕斯理查**。

参考文献：

Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.

Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.

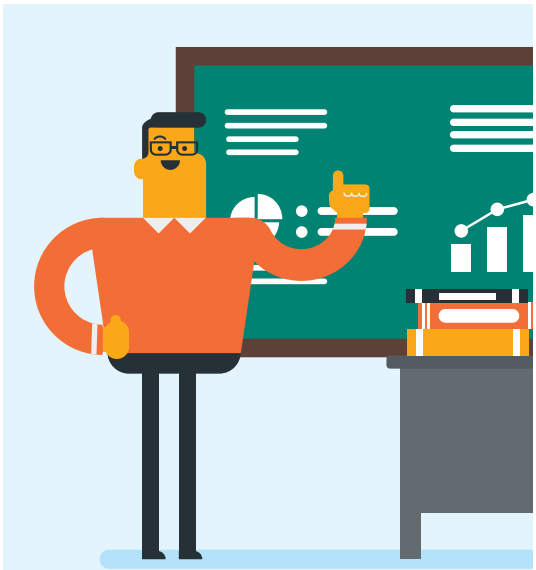
Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.

Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.

风险与回报：追逐收益

投资回报率处于低位会诱使投资者铤而走险，进而造成经济和金融的不稳定性

杰伊·苏尔提



当利率处于高位而通胀水平较低时，投资获利不是难事：储户只需将资金用于购买短期国债或类似安全资产，就能轻松获利。自 2008-2009 年全球金融危机以来，多数发达经济体的利率一直处于低位，有些国家的低利率可能会持续更长时间；当利率处于低位时，投资获利的难度会大幅增加。在零利率和接近零利率的市场环境下，有些储户可能会禁不住诱惑，尝试高风险资产或投资策略，以换取高额的投资回报。经济学家称为“追逐收益”。

个人投资者可能会将资金从储蓄账户投入股市。由于借款成本低廉，企业可能会动用债务融资手段进行投机性投资，以此来增加企业收入。银行和保险公司等金融机构，为继续盈利甚至继续生存，会押注高风险投资。但高风险投资组合会增加亏损的可能性。高负债意味着，企业在遭遇负面冲击时会面临更加不确定的境况。总之，低利率会加剧机构脆弱性，更有可能诱发经济和金融不稳定。

安全资产和风险资产

投资者的风险承担能力和意愿各不相同：尽管家庭、企业和金融机构的投资操作各不相同，但内在驱动力是一致的。其中，影响最大的是国债均衡利率（在这一利率水平上，货币需求量等于货币供应量）。安全资产的回报率会影响长期公债、银行存款、公司债券和股票等其他投资的回报率。高风险资产的回报率往往会随安全资产的回报率上下波动。

当安全资产回报率跌至极低水平，并长期处于低位时，投资人追逐收益的意愿就会提高，日本和几个欧洲经济体在过去 20 年就经历了这种情况。对家庭而言，这会导致储蓄回报率下降，财富积累放缓。因此，民众更难以实现人生目标，例如买房、为退休生活储蓄、将财富转移给子女等。

为确保收支相抵，家庭往往会节约开支，增加储蓄。日本是一个非常典型的特例，老年人和富裕家庭增加预防性储蓄的需求较少，有更强的实力来追逐收益，往往会投资于高风险的新兴市场债券和股票。家庭减少借款和消费，会减少对企业商品和服务的需求。企业销售额和利润会因此下滑。金融行业也会受到影响，银行对家庭的贷款会有所减少。随着利率下跌至极低水平，银行的存贷款利差也会受到挤压。这些因素共同作用会导致利润下滑。

追逐收益的策略

在低利率时代，企业通常会采取投机策略，利用低息贷款进行高风险、高回报的投资，以抵

设计：ISTOCK/RASTUDIO

消家庭储蓄率提高所造成的消费不足 。具体做法通常是两者之一：投资高收益金融证券，或通过设立子公司或收购其他公司进行扩张，以进入新行业或新市场。这些交易的债务比重较高 ，相对于经济强劲增长和企业利润自然推动的企业扩张，此类交易中企业自有留存收益或其他资源的贡献度更低。

与企业一样，金融机构也会采用追逐收益的策略。大型银行可能会向海外扩张，寻找增长和投资回报前景更好的国家。中型银行可能会在国内市场进行跨行业或跨地区扩张，抢夺规模较小的地方银行的市场份额。为抵御竞争，小型银行可能会与中型银行合并或建立伙伴关系，或与其他小型银行进行合并或建立伙伴关系。

经济学家不反对通过承担风险提高投资回报率：部分个人和机构投资者风险管理能力更强，其承担风险行为不一定会危及经济增长和金融稳定。但如果企业和金融机构广泛采用追逐收益的策略，就有可能会造成系统性风险。这会使政策制定者感到担忧。

经济风险

投资者采取追逐收益的策略会放大经济衰退进一步恶化、持续时间延长的可能性。在遭遇负面经济冲击时，相比无负债企业，高负债企业需要在更长时期内更大幅度地削减投资这会减少国民收入，使经济增长放缓。有些企业还可能出现银行贷款违约，给银行造成盈利压力，抑制银行的信贷发放能力，进而使经济增长进一步放缓。有些银行甚至会倒闭破产。

利用债务融资进行高风险收购的企业，会面临难以管理的新风险。在国内借款进行海外扩张的美国企业，或者向美国借款在本国扩张的新兴市场企业，可能会面临重大的汇率波动风险。对这些企业而言，它们需要用美元还本付息，但收入却是外币，美元升值会大幅增加其偿债负担。尽管企业往往利用金融市场对冲此类风险，但完全这样操作代价高昂。若发生亏损，亏损金额可能相当可观。

鉴于美元是一种全球融资货币，美国长期维持低利率激励投资者追逐收益的现象，不只局限于美国银行和美国企业。外国企业也可以在美国借款，然后以更高的回报率在本国投资。这种套利交易存在资金风险，因为美国任何收紧货币政策的动作（或国内冲击）都可能导致美元升值，使套利者蒙受损失 。2013 年的“削减恐慌”就是一个典型例子，由于美元升值，新兴市场大型企业的套利交易蒙受了巨额损失，严重拉低了自身的市场估值。在一些国家，企业套利的损失加剧了国内金融市场的波动。

在进行海外扩张时，银行若未根据风险管理的新挑战作出调整，则可能出现亏损。例如，一家银行的总部可能认为，向海外市场扩张最有效的办法，是将经营决策权下放给当地主管。然而，在提供有效的绩效激励方面，这些银行面临更严峻的挑战。它们往往会禁不住诱惑，将薪酬和晋升与不切实际的超高回报挂钩，迫使当地主管承担过高风险。

利用债务融资进行高风险收购的企业，会面临难以管理的新风险。

最后，通过小型银行合并或被大型银行收购实现银行部门的整合，可以抑制行业竞争。但这会提高家庭和小企业的借款成本，推升社会的消费和投资成本，严重阻碍包容性增长。

追逐收益行为也能带来有益影响。当利率较低时，投资者很难获得投资回报，而此时，如果高风险投资获利，就可以增加投资者的储蓄和投资性收入。同时，投资者还会将资金分散到新市场。但政策制定者必须警惕相关风险，特别是动用债务融资进行投机所产生的风险。有些投机活动难免会发生亏损。这将对经济和金融稳定造成不利影响。FD

杰伊·苏尔提现任国际货币基金组织货币与资本市场部副处长。

出售公民身份

必须管控存在金融诚信风险的出售护照换取投资的计划

弗朗西斯卡·费尔南多、乔纳森·潘波利娜和罗宾·赛克斯

新冠疫情暴发后，各国为减缓疫情传播纷纷选择关闭边境，对于具备经济实力的人来说，第二护照成了一种越来越受青睐的商品。出售护照的现象由来已久，有些国家多年来一直实施“黄金护照”计划，只是新冠疫情暴发后，第二护照重新引起了人们的关注。第二公民身份的标价有时会在短短 30 天内从 10 万美元飙升至 250 万美元。安提瓜、巴布达、塞浦路斯、格林纳达、约旦、马耳他、圣基茨和尼维斯以及瓦努阿图等国都有护照出售计划。

由于第二护照计划整体不透明，因此，很少有相关的护照交易数据。但提供第二护照服务的相关公司的数据显示，新冠疫情期间，第二护照的需求量在不断增加。在发达经济体内部，高净值人群的第二护照需求直线上升。有些国家甚至推出了优惠政策，进一步刺激了市场需求。

第二护照存在诸多便利，比如，持有第二护照的公民无须签证即可自由通行，可以躲避政治迫害、冲突或内乱。他们还可享受优惠的税收和财富管理待遇。一般而言，法治薄弱的独裁国家公民申请“黄金护照”的意愿最为强烈。

在疫苗问世前，新冠病毒可能会首先使医疗系统不堪重负，因此，发达民主国家的富人也在寻找出逃路线。对有些受疫情影响的国家而言，要在疫情消退后开展经济重建工作，出售护照是一条既能创收又能吸引投资的捷径。以往，出售护照可以产生大量的现金流，对国家经济和财政产生重大影响，例如，加勒比地区的第二护照计划就能为该地区创造收入(参见国际货币基金组织（IMF）第 20/8 号工作报告)。有些国家还会在发生自然灾害后，利用第二护照计划来充盈国库（例如，飓风“玛丽亚”袭击多米尼加后，黄金护照的相关收入就在一定程度上抵消了税收收入减少的影响)。

本质上，授予公民身份是主权国家政府的决定，但出售公民身份则可能会令国家面临严重风险。根据记录，腐败、洗钱、逃税及其他犯罪等滥用行为时有发生。若未能妥善管理这些风险，第二护照计划可能会损害国家声誉，影响经济和金融稳定，并加剧不平等现象。

新公民身份会掩盖一种更严重的风险。犯罪分子和恐怖分子可能四处寻找安全港，以规避执法部门或引渡条例。他们可能利用第二身份隐藏真实身份，以购买金融产品，或者逃避制裁和监视名单。 他们也可以借此隐藏银行账户，拒绝按国际税收规则进行纳税申报，或者，他们还可能向尚未同意进行税收情报交换的国家申请第二公民身份。

第二护照计划所存在的风险也可能会殃及其他国家。犯罪集团成员可能利用新护照在两国间自由通行，建立非法企业。欧盟委员会已对塞浦路斯和马耳他两个成员国提起了法律诉讼，理由是两国向与欧盟没有“真实联系”的人提供黄金护照；欧盟委员会表示，上述群体会威胁欧盟公民身份的完整性，因为所有欧盟成员国的公民都有权在其他 26 个成员国之间自由迁徙，并在这些国家定居和工作，

通过投资获得公民身份会导致腐败和寻租行为。如果政府没有适当的监督措施，那么公职人

什么是黄金护照?

“黄金护照”计划允许个人及其家属通过定向投资或出资购买新的公民身份。

投资和出资：包括直接货币出资，购买国债工具（例如，投资于政府股票、债券、证券），投资于特定行业（例如房地产、建筑行业），以及设立企业。符合标准的投资和出资额通常介于 10 万美元到 250 万美元（不含手续费），并设有多种融资条款（例如，预付款、分期付款、银行贷款）。

行政管理：一般而言，政府机构负责黄金护照计划的监督工作，而宣传、辅助提交申请材料、尽职调查等工作可能委托给第三方。有些黄金护照计划设有法定申请指标，以限制申请数量。

申请流程：申请人在申请黄金护照时，通常需要接受一些背景调查（例如，犯罪背景调查、第三方审查），但不同国家的要求有所不同。申请处理大约需要 30 天至一年多不等，多数国家都提供有出资要求更高的快速通道 。

提供这些计划的国家可能声誉受损，且经济和金融稳定受到冲击。

员就有可能收受贿赂或通过收费中饱私囊。若特定行业与第二公民计划存在关联，则可能产生过度依赖，从而导致经济失衡。例如，有些国家会向购置高价房产的投资者提供公民身份。外资流入会推高当地的房价，催生房地产泡沫。

如果推出第二护照计划的国家不进行适当审查，他国政府就可能采取一些应对措施，比如加强对这些国家普通护照持有人的身份查验。某些情况下，这些国家还可能会被列为高风险国家。例如，经济合作与发展组织公布了一份高风险计划清单，这些计划疑似允许护照持有人在海外隐匿应税财产。外资银行也可能对这些负面风险感知作出应对，使代理行关系承压 。此举会对金融稳定产生深远影响。

对计划进行评估

为凸显黄金护照计划的风险，适当平衡风险和收益，避免对经济造成长期负面影响，IMF 正与成员国共同研究政策建议。例如，在关于科摩罗、塞浦路斯、多米尼加、格林纳达、马耳他、圣基茨和尼维斯以及圣卢西亚的第四条磋商年度报告中，IMF 建议各成员国注意当前及以往的黄金护照计划引发的金融诚信风险。更笼统来看，

• 各成员国应清晰认识此类风险。在启动或继续通过投资获得公民身份计划之前，有关部门应认真评估其成本和收益，包括自身管理金融诚信风险的能力。申请、监测和撤销流程是否完善？配套的法律互助、税收情报交换、反洗钱和反恐融资框架的效果如何？为应对相关环境变化，应持续进行风险评估。

• 当局应确保对申请人进行严格审查。负责黄金护照申请处理工作的政府机构或第三方应持续对申请人进行严格的背景调查，包括向申请人本国当局核实申请人信息，查阅受制裁者和政治公众人物数据库。负责处理护照申请的代理人必须对其客户进行恰当的尽职调查，确定其财富和收入来源的合法性，并报告可疑活动。未经彻底审查，不得批准申请人的护照申请。参与申请处理工作的所有部门和代理人均应接受监督，确保遵守反洗钱和反恐融资要求。

• 当局应考虑加强计划的透明度和监督措施。其中一种办法是，对成功申请护照的人员进行公示。如果银行和其他企业需要对其客户进行尽职调查，名单公示也有助于它们开展调查。另一种方法是，确保签发的护照和其他公民文件上注明“黄金护照”。当局还应考虑定期进行公共审计，以确保该计划的收入用于原定用途。

• 各国可考虑构建区域性解决办法，创造公平的竞争环境。在推行“黄金护照”计划的国家之间采取协调一致的办法，有助于打击犯罪分子四处购买公民身份的行为，防止恶性竞争。制定有效的信息共享政策；将最佳做法标准化；加强授予（或撤销）公民身份流程的透明度等，都有助于强化保障机制。集中资源可以降低成本，并建立统一的区域性尽职调查、监测和执法做法。

黄金护照允许持有者享受一国公民的所有特权。是否授予公民身份的最终决定权属于每个国家。然而，鉴于公民身份属于一种贵重商品，轻率授予会给国家造成金融和声誉风险，因此，各国应积极捍卫公民身份及其附带利益，认真考虑向非本国公民授予第二护照的成本是否超过了收益。在一些国家，其收益可能超过成本。FD

弗朗西斯卡 • 费尔南多和**乔纳森 • 潘波利娜**现任 IMF 法律部法律顾问，**罗宾 • 赛克斯**现任 IMF 法律部高级顾问。

我们对彼此的义务

我们需要一种与21世纪相契合的全新社会契约

马努切赫·沙菲克

照片：COURTESY OF THE LONDON SCHOOL OF ECONOMICS

所有人每天都会参与到社会契约当中，我们却很少会停下来思考什么是社会契约。社会契约却影响着我们生活的方方面面，包括我们如何抚养子女、参与教育、对雇主的期望，以及如何历经生老病死。所有这些活动都需要我们本着互利原则同他人合作，而这类合作所基于的规则定义了我们社会中社会契约以及生活的形态。

法律和规范是社会日常互动的基石。在有些社会中，社会契约更多地依赖于家庭和社区之间的相互支持；而在有些社会中，则仰靠市场和国家发挥更大的作用。但所有社会无一例外，都希望参与社会活动的成年人为社会公共利益做出贡献，这样，在这些人年幼、年老或丧失自理能力时，就能得到社会的照顾。

近期，民众在政治两极分化、文化战争、不平等和种族冲突以及与气候变化有关的代际紧张关系等问题上均表达了不满情绪；我之所以对社会契约感兴趣，是因为我想了解造成民众不满情绪的根本原因。民众不满情绪普遍存在。在欧洲、印度和美国，有五分之四的民众认为，现有制度无法让自己受益，在多数发达经济体内部，父母也担心自己的子女未来会出现阶层下滑现象（埃德尔曼，2019 年）。疫情暴露了很多问题，因为它严重损害了老弱病残、妇女和工作不稳定等最弱势群体的利益，同时加剧了现有的不平等问题 。

这种不满情绪大多来源于，现有的社会契约无法满足人们对社会保障和就业机会的期望。多股力量已将旧的格局打破，包括那些对社会总体产生积极影响的力量。其中既有颠覆传统就业市场的技术变革，也有越来越多受过教育的女性开始进入劳动力市场，这让她们无力继续自行照顾子女和老人。展望未来，人口老龄化意味着，我们需要寻找新的养老方式，而气候变化又迫使我们必须更加努力地工作，让全球实现环境可持续发展。

然而，好消息是，人们可以建立起一种新的社会契约，既满足人们对社会保障和就业机会的需求，又能解决整个社会面临的困境。这种新的社会契约由三大基石支撑：社会保障、风险共担和发展机遇。这在实践中意味着什么呢？

社会保障

全球劳动力市场变得更加灵活。如今，在发展中国家和发达国家的社会生活中，都出现了非正式就业岗位。在社会上，我们越来越需要依靠自己：工人需要承担与收入、工作时长、以及如何应对疾病或失业的相关风险。 社会天平也过度倾斜于有利于雇主的灵活雇佣关系，而代价则是对工人的保障。

每个社会都应当设置最低收入标准，从而

发挥出每个人的聪明才智不仅是一个公平问题；也有利于经济发展。

为所有人提供保障。在发展中国家，最低收入标准可通过现金转移支付计划来实现，而在发达国家，可通过低收入工人税收减免政策来实现。至少，社会应确保民众享受一揽子基本医疗保险和最低国家养老金，以防范老年贫困问题。无论员工与雇主签订何种雇佣合同，都应有权享受病假、失业保险和再培训等福利。在发展中国家，具体的办法是，政府需要引导更多工人进入正式雇佣部门；在发达经济体，这意味着，政府要强制雇主为灵活就业人员提供各项福利。它的底线就是，所有人都能享受最低社会保障，过上体面的生活。

风险共担

在我们的社会中，有太多风险本可由他人或集体更高效地管控，但实际上却由个人承担。如果工人在找到新工作之前，能切实享受失业保险并参与再培训，雇主就可以根据市场状况灵活雇佣或解雇工人。经济冲击所带来的风险应由雇主和整个社会承担，而非完全由个人承担。

在育儿、健康和养老方面，也需要进行类似的风险再平衡。例如，我们不理解为什么产假的成本要由雇主承担，因为政府本可通过普遍征税筹集资金，为进入劳动力市场的男性和女性创造更公平的竞争环境，同时减轻企业负担（特别是小企业）。同理，政府也可以更高效地管控很多健康风险，方法是将大量劳动者进行集中管理，同时积极激励个人注意饮食和锻炼身体。将养老金与预期寿命挂钩，可以保证个人为退休生活积累足够储蓄。政府不需要采取现今的做法，将老年人的经济保障与就业挂钩，而可以通过普遍征税筹集资金，但自动参与养老金计划和养老护理保险计划，能让人在晚年得到更充分的保障。

发展机遇

很多时候，之所以出现人才浪费现象，是因为政府没有为其提供发展的机遇。例如在丹麦，从中低收入阶层上升到中等收入阶层，平均需要两代人的努力；在英国和美国，需要五代人的努力；而在巴西、哥伦比亚和南非等国家，则需要超过九代人的努力。在大多数国家，社会发展机遇的架构往往会阻碍女性、少数族裔以及贫困家庭或贫困地区儿童的发展。

然而，发挥每个人的聪明才智不仅是一个公平问题，也有利于经济发展。例如，1960 - 2010 年，美国经济生产率的提高，有 20% - 40% 要归功于美国政府很好地发挥出了社会人才的作用（谢等人，2019 年）。国家修改法律和社会规范意味着，雇主可以从更加广泛的人才储备中选拔最合适就业岗位的人选，而非局限于白人男性这一有限群体。同样，如果当下“被错过的爱因斯坦”（女性、少数族裔和低收入群体）能与来自高收入家庭的白人男性发挥同等的创新能力，那么取得重大突破的概率可能提高 4 倍（贝尔等人，2017 年）。

我们如何充分发挥所有人的聪明才智呢？从孩子抓起：人的大脑发育关键期在生命开始的前 1000 天内。在此期间进行人为干预，是提供平等机会以及为未来学习打好基础的最有效方式。

给学龄前儿童提供额外的营养，帮助父母提高育儿技巧，都有助于儿童在日后取得更好的学习成绩，而后获得更高的收入。例如，在牙买加，社区医疗工作者每周探望一次的儿童，其 20 年后的收入比未享受这种支持的儿童高出 42%（格特勒等，2014 年）。

国家应为所有年轻人提供教育和培训机会以及终身资助，使其能够在未来更长的职业生涯中负担额外技能培训的费用。关于成人学习的数百项研究表明，与雇主联系的紧密程度、早期干预、持续的资金支持能帮助劳动者保住工作岗位，从而为社会做出贡献。

尽管大多数国家为女童和男童提供了平等的教育机会，但女性在职场中仍处于不利地位，因为

她们每天要比男性多花约两个小时无偿料理家务。延长产假，通过公共拨款为家庭提供支持，更公平地分配家务等措施，能更好地发挥女性的聪明才智，让更多人为全社会的共同利益做出贡献。

是否负担得起?

新的社会契约不意味着提高税收，扩大再分配以及改善社会福利，而是从根本上对社会中的发展机遇和社会保障资源以平等的方式进行重新安排 。育儿、医疗、就业和养老风险通常会让民众产生严重的焦虑情绪，新的社会契约可以提高生产率，并更高效地分担这些风险。我们应针对希望遏制的活动（如碳排放和吸烟）进行征税，针对希望鼓励的活动（如教育产业和绿色经济）进行补贴。为所有人提供机会，发挥聪明才智为社会作贡献，将减少后期的再分配需求。因此，建立一个推动变革的国际体系至关重要。具体来说，要确保国际金融机构具备充足资源进行投资，以支持引入最低收入标准 、并发展教育和医疗事业。制定更完善的全球税收规则，让企业在经营所在地纳税，真正惠及当地民众。上述国际体系能以高效且公平的社会契约巩固全球经济，从而更有可能获得公众支持。FD

马努切赫·沙菲克现任伦敦政经学院校长。本文是基于她的新书《我们对彼此的义务：一种新的社会契约》编写而成。

参考文献：

Bell, Alex, Raj Chetty, Xavier Jaravel, Neviana Petkova, and John Van Reenen. 2017. "Who Becomes an Inventor in America? The Importance of Exposure to Innovation." CEP Discussion Paper 1519, Centre for Economic Performance, London School of Economics.

Edelman Trust Barometer: Global Report. 2019. New York: Edelman.

Gertler, Paul, James Heckman, Rodrigo Pinto, Arianna Zanolini, Christel Vermeersch, Susan Walker, Susan M. Chang, and Sally Grantham-McGregor. 2014. "Labor Market Returns to an Early Childhood Stimulation Intervention in Jamaica." *Science* 344 (6187): 998–1001.

Hsieh, Chang-Tai, Erik Hurst, Charles I. Jones, and Peter J. Klenow. 2019. "The Allocation of Talent and U.S. Economic Growth." *Econometrica* 87 (5): 1439–74.

就业窘境

想要在新兴市场经济体内创造出充足的就业岗位，就需要大力推动经济增长

2020 年，受新冠疫情的影响，新兴市场经济体出现了史无前例的经济崩溃，但随后很快便出现了复苏的迹象。在疫苗推广接种顺利铺开之前，经济增长的道路仍将面临坎坷。尽管如此，各国的工作重心仍将快速转向新兴市场的中期增长目标。

在新冠疫情之前，新兴市场的经济增速处于长期下降的过程中，也就是说，无论新兴市场的经济增长是否出现短暂的高光或低谷，长期来看其经济增速都在放缓 。众所周知，经济增长的长期停滞会引发诸多问题，例如失业。经济增长放缓时，政府很难保住人们的就业岗位或者帮助他们重新就业。

国际金融协会的最新报告显示，只有经济增速超越过去十年的水平，新兴市场才能够创造出充足的就业岗位，但现实情况令人担忧。我们计算了新兴市场为创造特定数量的就业岗位所需要实现的经济增速。我们利用这些关系以及到 2035 年的人口预测数据，计算出了新兴市场国家在保持劳动年龄人口就业率（适龄劳动人口的就业比例）稳定的同时，为给进入劳动力市场的人口创造充足的就业岗位，所需要实现的未来增速。

我们发现，尽管劳动年龄人口的增速放缓，但创造就业岗位仍将是一项艰巨任务。根据最新的增长数据，只有印度等少数几个国家能够勉强达到创造就业所需的较高增速。在巴西和南非等其他国家，除非经济增速加快，否则失业将会上升。FD

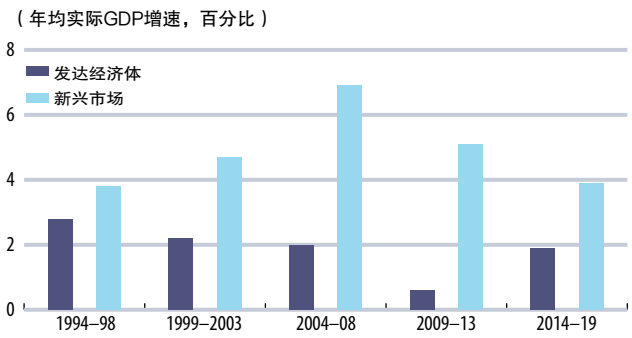
塞尔吉拉瑙是国际金融研究所的副首席经济学家。

该课题发表于 2021 年 1 月的经济观点，是基于“新兴市场能否创造足够的就业岗位？”而设立。

失落的十年

增长放缓

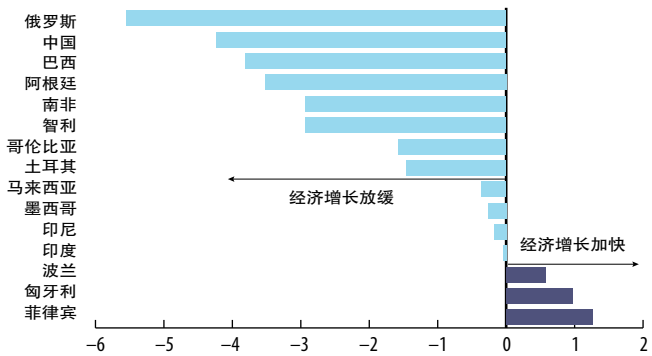
自从全球金融危机以来，新兴市场的经济增速已明显放缓，特别是相较于发达经济体而言（见下图）。



资料来源：Haver Analytics; and Institute of International Finance.

经济停滞不前

经济增长长期停滞，创造就业成了一项挑战（见下图）。

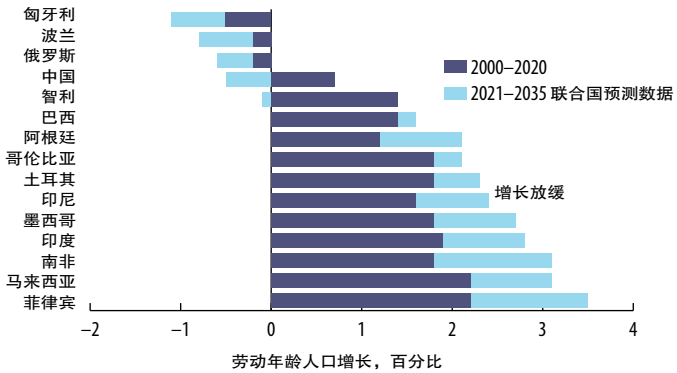


全球金融危机爆发前和爆发后的经济增长差距，百分比

经济增长对就业的影响

人口增速放缓

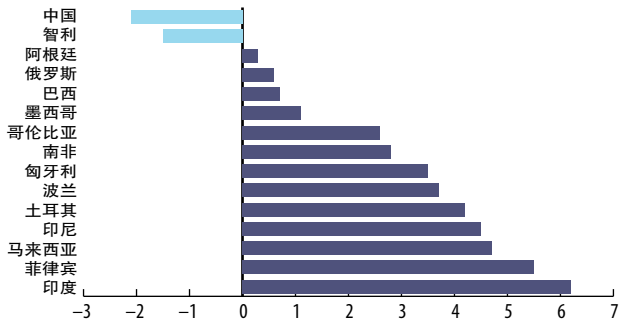
尽管劳动年龄人口增长有所放缓，但创造出充足的就业岗位仍将是一个挑战（见下图）。



劳动年龄人口增长，百分比

需要采取的重大措施

历史数据表明，新兴市场需要实现大幅增长才能创造出充足的就业岗位（见下图）。

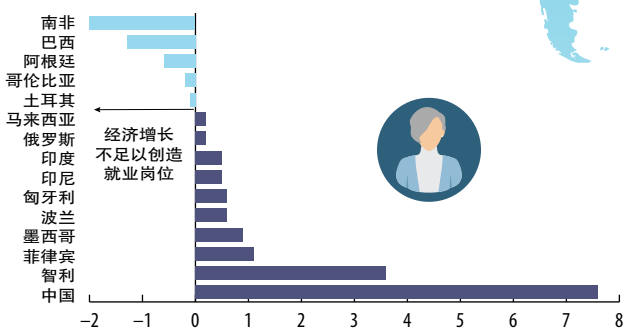


为维持就业率不变，2022–2035年需要实现的经济增长率，百分比

下一步措施

增长的转变

很多新兴市场过去十年的经济增速不足以保障人民持续就业（见下图）。



最新的经济增长率（2015–2019年平均水平）与维持就业率不变所需要的经济增长率之间的差距

设计：ISTOCK/AELITTA; ROBUART; AJWAD CREATIVE

后疫情时代的军费开支

各国努力营造更加和平的全球环境，可能对经济产生积极影响

本尼迪克特·克莱门茨、桑吉夫·古普塔和赛达·哈米多娃

2020 年，为应对新冠疫情，世界各国政府均采取了一揽子刺激计划，其中，发达经济体的刺激计划规模超过了全球其他地区。随着经济增长逐步恢复至新冠疫情前水平，各国势必需要降低因疫情走高的预算赤字，使其与现有资源保持一致。要做到这一点，各国政府就需要重新评估总体税收和支出政策。其中的一个关键问题是要搞清楚，未来几年，政府的重要财政支出类别会怎样变化，哪些额外支出需求会增加，哪些会减少。

斯德哥尔摩国际和平研究所的军费支出数据是最全面、最具可比性的数据来源，根据该研究所提供的数据，2019 年，军费支出平均约占政府预算的 6.5%。自 1990 年冷战结束以来，军费支出在政府开支和 GDP 中的占比均有所下降。军费开支的下降为教育、卫生和基础设施等其他公共支出创造了空间。但军费支出会一直维持在历史低位吗？在本篇文章中，我们将更深入地研究长期军费开支，初步讨论其对政府预算的影响。

全球军费开支下降了将近一半，从冷战时期占GDP的3.6%下降到了全球金融危机后的1.9%。

军费开支的趋势

根据未加权的各国平均军费支出估计，全球军费开支已经下降了将近一半，从冷战时期（1970年-1990年）占GDP的3.6%下降到了全球金融危机后（2010年-2019年）的1.9%（见图1）。

除了冷战结束、国际紧张局势缓和之外，还有以下几个因素可以解释军费开支下降的原因。第一，在发达经济体内部，军费开支下降的一个可能原因是一直存在财政整顿的压力——金融危机过后的一段时间里，这些国家的债务与GDP之比平均超过了100%。新冠疫情的暴发和政府的抗疫支出，使债务与GDP之比进一步提高了16个百分点（国际货币基金组织，2021年）。

第二，自21世纪初以来，发展中经济体一直在增加教育、卫生和基础设施在财政预算中的比重，以此满足人们日益增长的需求，并通过实体资本和人力资本投资来促进增长。

最近，各国政府的工作重心已经转向了实现联合国可持续发展目标，这就需要政府大幅增加人力资本发展支出。最后，发达经济体面临着人口迅速老龄化的问题。在养老金和医疗体系未做出重大改革的情况下，与老龄化相关的支出增加，将继续对其他公共支出造成压力（克莱门茨等，2018年）。

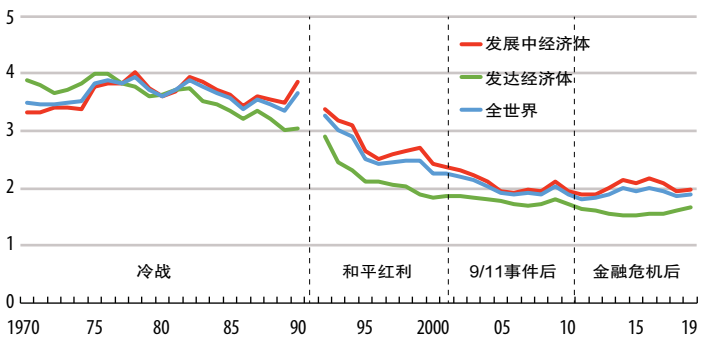
尽管军费支出有所下降，但各国的情况差异很大。图2显示了哪些国家的军费开支不足GDP的2%（共83个国家），哪些在2%到5%之间（48个），哪些超过了5%（7个）。有几个发达经济体跻身前15个军费开支大国之列，它们共占全球军费开支的80%以上。尽管存在这种差异，但我们不能排除这样一种可能性：多数国家的军费支出占GDP的比例将随时间逐渐趋同（见图2）。

军费开支趋同

我们发现，在我们的样本中，138个国家的军费开支（GDP占比）并未趋同，而是出现了三个走向（克莱门茨、古普塔和哈米多娃，2021年）。第一组的20个国家都曾经历过严重的冲突问题，实际军费开支已经上升到相当高的水平，偏离了全球趋势（见图3和图4）。这一组占全球军费开支的5%，包括亚美尼亚、阿塞拜疆、刚果民主共和国、阿曼和沙特阿拉伯。

第二组的国家数量最多，共77个，其中有30个是发达经济体，它们共占全球军费开支的90%以上。在这一组中，平均军费开支已经稳定在GDP的2%——2.5%。从上世纪90年代到本世纪头十年中期，它们的平均军费支出与GDP之比都出现了大幅下降，但此后几乎没有变化。这些国家包括中国、印度、俄罗斯、英国和美国，

图1
稳步下降
自1970年以来，全世界的军费开支下降了一半。
（占GDP的百分比）



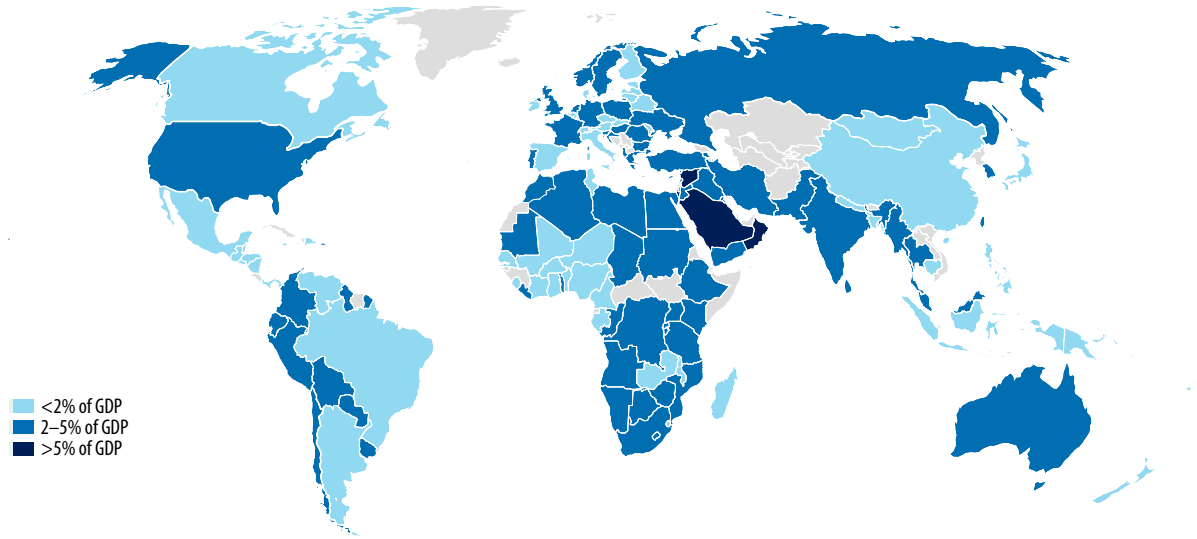
资料来源：Stockholm International Peace Research Institute.
注：军费开支占GDP的百分比是按每一组国家的未加权平均军费支出计算的。由于前苏联解体，1991年的全球数据缺失。AEs=发达经济体；DEs=发展中经济体。

照片：ISTOCK/SHAUNL; NIRUNYA JUNTOOMMA

图2

按国家分列的军费开支

前15大军费开支国占全球军费支出的80%以上。



资料来源： Stockholm International Peace Research Institute; IMF, World Economic Outlook; and authors' calculations.
注： 该表显示了1970年至2019年的军费开支，但不含灰色部分显示的国家，这些国家不在调研国家样本之列。

邻国的高军费支出会被视为一种威胁，促使一国增加军费支出。

从军费支出的绝对规模看，这些国家均跻身到全球前 15 的军费开支大国之列。

第三组共有 41 个国家，这些国家的军费开支都不高，略低于 GDP 的 1%。在这组的 41 个国家中，只有两个是发达经济体——立陶宛和斯洛文尼亚。

邻国的高军费支出会被视为一种威胁，促使一国增加军费支出。

一国是否被划入某军费支出组别，有很多影响因素。首先，邻国的高军费支出会被视为一种威胁，促使该国增加军费支出。此外，当一个国家面临严重的政治动荡、暴力和恐怖主义等问题时，它的军费支出也会增加。再者，我们在前面讨论过，在发达经济体和发展中经济体内部，老龄化相关支出以及教育和健康领域的社会支出增加，也会影响国防预算拨款。在发展中国家，如果政府能尽量扩大税收来源，那么，预算资源的争夺情况可能就不会那么激烈；但这一点在发达经济体内部，这种情况很可能不会出现。

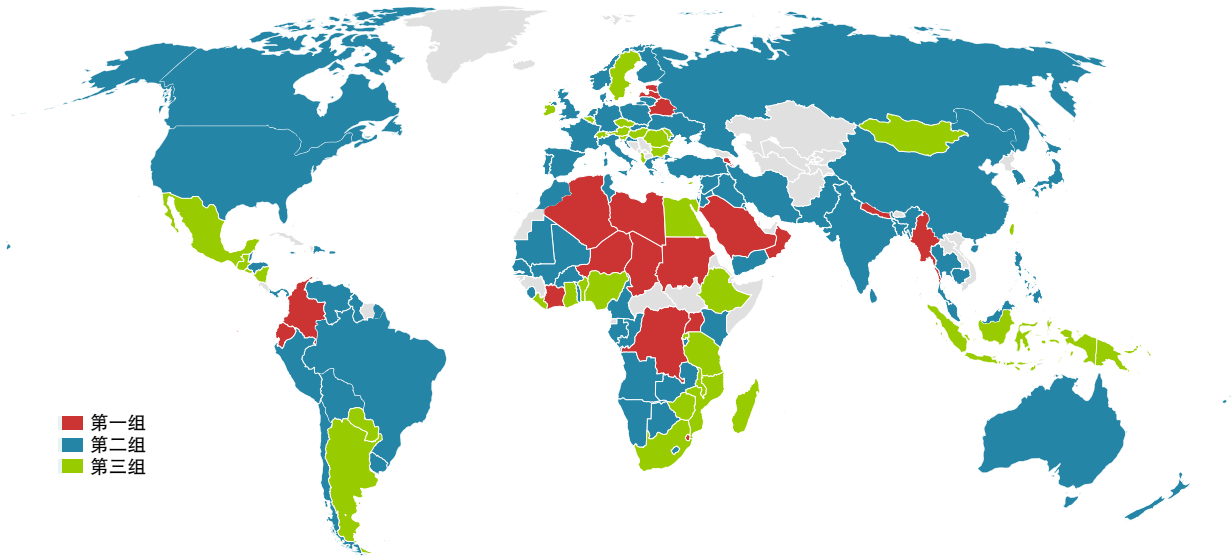
最后，北大西洋公约组织（北约）等军事联盟的成员国身份也会影响一个国家的分组。受军事联盟的成员国身份影响，这些国家可能会需要增加军费开支或者缩减军费开支。世界八个主要军事联盟的成员国都需要承担一定的军费开支义务，同时它们也能从其他联盟成员的军费开支中获益。

我们发现，如果一个国家政治稳定、暴力或恐怖主义风险较低、社会支出高，同时，邻国的军费开支低，那么就很有可能会被列入低军费开支的组别中（第二组和第三组）。我们的分析显示，是否属于军事联盟（如北约）对军费开支没有明显影响。

后疫情时代的影响

我们的研究结果表明，不同组别的国家，军费开支趋势不同。在数量较少的组别（第一组）中，冲突将这些国家的军费支出占 GDP 的比例推高到

图3
全球分布
世界各地的军费开支并没有趋于同一个水平：出现了三个走向



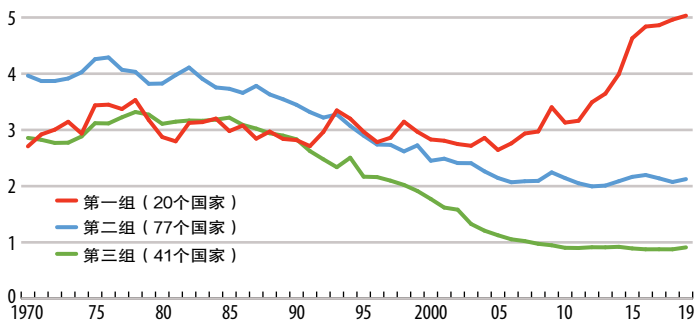
资料来源：Stockholm International Peace Research Institute; and authors' calculations.
注：该表显示了1970——2019年的军费开支，但不含灰色部分显示的国家，这些国家不在调研国家样本之列。

了5%，而在以发展中经济体为主的组别（第三组）中，军费支出已经下降到了相对低位。一个国家的具体划分组别受政治稳定和暴力风险、社会开支和邻国军费开支等因素的影响。我们的研究结果还表明，减少内部和外部冲突，营造一个更加和平的全球环境，会对经济产生积极的副作用，这种副作用不仅会影响经济增长，还可以通过缩减军费开支影响政府预算。

在占比最大的组别中（第二组），军费开支的未来走向主要受两种相互制衡力量的影响。一方面，为支持财政整顿、维持社会性支出，各国需要减少非疫情相关支出，而这会给军费支出带来一定下行压力；另一方面，改组别的军费开支的GDP占比近年来已趋于稳定，没有再出现下降趋势。事实上，如果全球紧张局势加剧，军费开支可能开始小幅上升。FD

本尼迪克特·克莱门茨，厄瓜多尔美洲大学客座教授；**桑吉夫·古普塔**，华盛顿全球发展中心高级政策研究员；**赛达·哈米多娃**，独立研究员。

图4
走势分化
在经历严重冲突的国家，军费开支大幅增加，上升到了高位。
（军费开支占GDP的比例，百分比）



资料来源：Stockholm International Peace Research Institute;IMF,World Economic Outlook;and authors' calculations.

参考文献：

Clements, B., K. Dybczak, V. Gaspar, S. Gupta, and M. Soto. 2018. "The Fiscal Consequences of Shrinking and Ageing Populations." *Ageing International* 43 (4): 391–414.

Clements, B., S. Gupta, and S. Khamidova. 2021. "Is Military Spending Converging to a Low Level across Countries?" *Economic Modelling* 94 (January): 433–41.

International Monetary Fund (IMF). 2021. *A Fair Shot*, Chapter 1. Washington, DC, April.

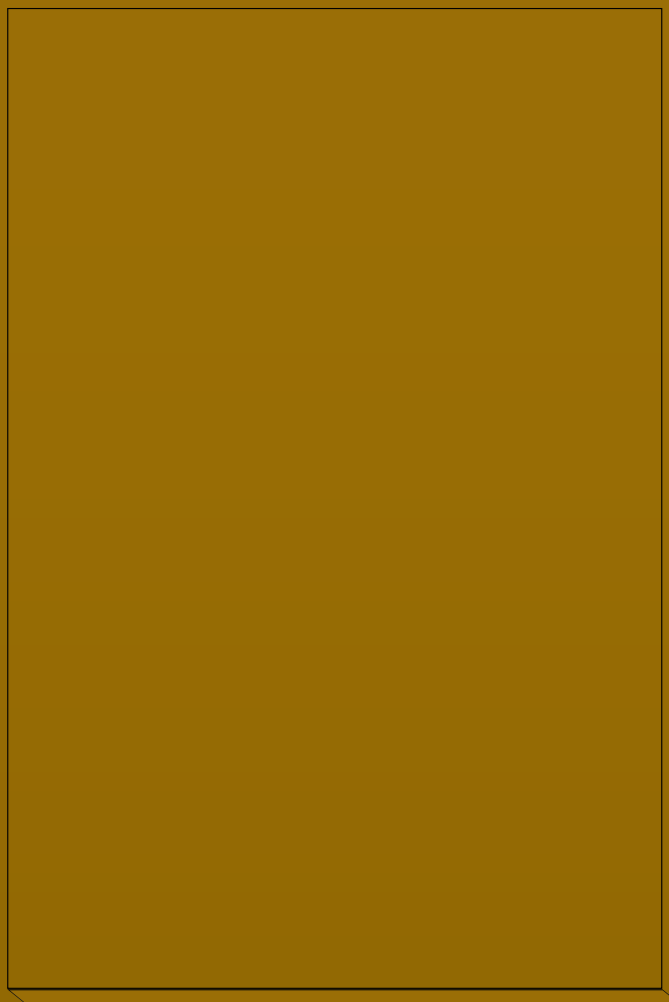
压力下的企业所得税

为什么需要改革以及如何设计改革方法

鲁德•德•穆伊、亚历山大•克莱姆、维多利亚•佩里

长期以来，国际税收问题一直是IMF研究的核心，IMF就这一问题提供了很多建议。本书提供了当前国际税收架构的完整评估，同时仍可供相对广泛的受众来阅读。这本书旨在成为国际税收各个方面的指南。新冠疫情把很多问题的重要性都有所增加，例如需要在全球范围内协调努力以进一步减少利润转移和税收竞争。

bookstore.IMF.org



English. Paperback. ISBN 978-1-51351-177-1

绿色精神的气息

威廉·诺德豪斯

《绿色的精神：拥挤世界里碰撞与传染的经济学》

普林斯顿大学出版社，新泽西州，2021年，共368页，定价：29.95美元

诺德豪斯非常重视客观性。他避开意识形态，侧重于从证据的角度重申了他长期以来所坚持的理念，即气候政策的有效与否关键在于其是否“平衡”。在这一点上，他没有坚持“极左”“深绿色运动”的做法，也没有坚持只顾利益的“极右的……肮脏的棕色”（这是他的原话）的做法，而是折中采用了“金发姑娘”原则，即选取最为合适的做法。对于颇具争议的话题，他能够有意识地避开动机性推理，这种做法既令人耳目一新，又让人乐于接受。但由于他主要关注的都是事后的证据，因此，多数分析都牵涉当静态市场失效背景下的边际变化。但在我们这个时代，大的环境问题既涉及非边际的巨大变化，也涉及有可能产生灾难性影响的系统性变化。其中包括渔业崩溃、热带雨林退化、生态系统破坏、气候变化失控等，科学家认为，当不可逆的阈值被突破后，这类灾害事件便会发生。

在评估环境危机的规避方案时，他发出过同样的批判论调。他公正客观地指出了对破坏行为进行有效、非歧视性定价的重要性，不过目前这一观点尚未对美国的气候政策产生实质性影响。但由于诺德豪斯基本上忽略了内生技术的进步理论，因此，他低估了推动创新的重要性。

作者认为减少排放量的成本极高，“达到国际减排的目标……的成本约占世界总收入的2%至6%。”他承认，虽然“人类存在实现颠覆性技术突破并大幅削减减排成本的可能性，但专家认为，短期内很难实现这一目标。”作者的诺贝尔经济学奖共同得主保罗·罗默指出，人类有能力以经济高效的方式来实现全球经济碳减排目标，对此，我们完全可以持谨慎乐观态度。

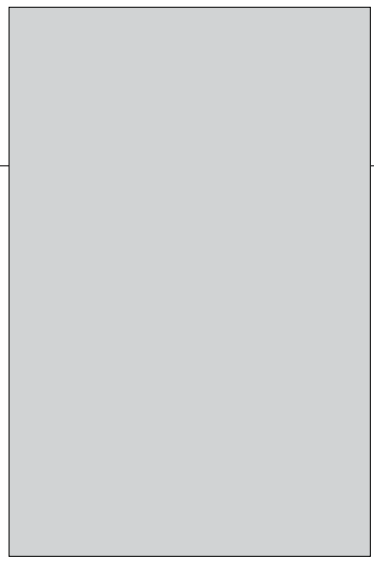
创新决定了减排的成本。一旦一种在全球大规模应用的集成技术形成充分的竞争力，生产和探索领域的规模经济效应就能实现削减现有减排成本这一目标，改变整个运行环境。诺德豪斯倾向于让全球制定统一的碳价，其在推出后应不断调高。这么做的前提是要有一项静态边际减排计划——投资者可以根据这一减排计划来选择最优的成本效益减排方案。但多数经济学家都认为，想要切实诱导创新，必须在前期推出足够高的碳价，同时侧重于那些成本最高的行业，由它们率先创新，这样创新才能最大限度地降低成本。

本书介绍了环境经济学，内容严谨，立意开阔。不过，如果本书能融入更多的探索精神，那“绿色的精神”就会更鲜明些。FD

迪米特里·曾赫利斯，伦敦经济学院格兰瑟姆研究所高级访问学者。

五花八门的税制变迁史

税制变迁史有点类似于电影《夺宝奇兵》的最后一幕，在昏暗的仓库里，没有记号的大箱子散落一地，而其中可能就隐藏着世界上所有税务问题的答案。本书的两位作者是行业一流的税务分析师，他们就像为我们打开了仓库里的灯光，以一种颇具启发性的方式，将仓库里的大箱子分门别类地摆放整齐（将税务问题分门别类梳理清楚），风格独特，才华横溢，不仅深入浅出地解释了税务问题，还增加了阅读的趣味性，让多数读者能够眼前一亮。两位作者本身有可能也没有找到税务问题的正确答案，但本书内容生动详实，税务经验丰富的读者也能从中得到一些启示。



迈克尔·肯和乔尔·斯拉姆罗德

《反叛、强盗和税收：古往今来税制问题上的愚蠢和睿智》

普林斯顿大学出版社，新泽西州，2021年，共511页，定价：29.95美元

本书对税务问题专家以及想要了解税务问题的读者而言都是一本不可多得的必读佳作。国际货币基金组织的迈克尔·肯和密歇根大学的乔尔·斯拉姆罗德曾指出：从时空和地域的角度来看，“税制与我们一样”，它会随着时代来发展和演变。

尽管对于国家的税收实践而言，它的影响因素主要是直接而具体的事务，而非更远一层的动机，但税制变迁史仍然能给我们带来一些充满智慧的有益启示，也能让我们窥见一些我们本应避免的愚笨行为。

全书的每一个章节都值得仔细阅读，即使深谙税务知识的专业人士，也值得阅读本书。第二章简要回顾了税制变迁史，作者一直追溯到了古埃及、古中国和古希腊。第4章的标题是“足够公平”，它讲述了什么是纳税公平。在第7章“坚持还是改变”（这个标题取得也很生动贴切）中，作者表明税务分析师对税收经济学知识的掌握程度颇深，但却可能并不充分理解税务分析工作的政策含义。第12章（“‘穿刺王’弗拉德和优雅的税收艺术”）很好地介绍了税务管理这一重要但被过度忽视的主题。总体而言，作者关于税务管理问题的讨论十分出彩，但他们并未深入研究中国税制这一问题，因为中国的税收制度与本书中所建议的税制大不相同，但却异常有效。

从时空和地域的角度来看，“税制与我们一样”，会随时间一起发展和演变

最后，在第11章中，作者从国际维度巧妙地回顾了税收问题，这部分阅读起来可能会有些困难。在本章节中，作者得出的结论是，只有各国“……集中行使它们仍然具有的集体主权”，才能解决这个领域所存在的问题。在最后一章中，作者回到了这个主题，认为当前多数的税收问题只能通过“深化国际合作”来解决。对于正在进行的国际税务问题讨论的讨论结果，我并不像两位作者那样乐观。但他们针对自己所持的观点进行了有力论证，就这一点而言（甚至在各个方面），本书可以称得上是一本优秀读物。FD

理查德·伯德，多伦多大学经济分析与政策名誉教授。

市场巨头

简·埃克霍特（Jan Eeckhout）
《盈利悖论：蓬勃发展的公司如何威胁未来的就业》
普林斯顿大学出版社，新泽西州，2021年，共336页，定价：27.95美元

在新冠疫情暴发前，全球经济面临着许多的担忧和困惑。在发达经济体内部，颠覆性的新技术并未推动经济实现跨越式增长。由于劳动收入占总收入的比重下降，经济增长放缓也未能大幅提高工人的收入。工人们享受到的微薄收入基本上都流向了高收入群体，而中低技术工人的工资则停滞不前，甚至有所下降。新冠疫情强化了这一趋势：经济产出仍远低于疫情前的水平，低技能工人遭受到了失业的冲击，在许多小型企业陷入困境之际，而处于支配地位的企业则蓬勃发展。

在《盈利悖论》一书中，简·埃克霍特（Jan Eeckhout）认为，新技术依然能够大幅提高所有人民的生活水平。而处于支配地位企业的崛起则起到了相反的作用，其根源可以追溯到新技术“赢者通吃”的特点以及薄弱的鼓励竞争政策。处于支配地位企业的成就主要体现在它的利润丰厚、股价上扬，而工人们实际上并未受益，因此，就出现了一种盈利悖论。埃克霍特认为，与强盗贵族时代一样，国家需要约束市场上的这股力量。

埃克霍特综合了最新的学术研究、人物事迹以及啤酒、纺织品、在线广告等丰富多彩的真实案例，确立了工人所面临的困境和市场力量之间的关系。他认为市场力量还会放大社会中所存在的其他弊病，降低社会和地域流动性，增加死亡率，使气候变化问题进一步加剧。这些企业还会利用自身的影响力来收买政客，让他们在气候问题上不作为，甚至推行一些有害政策（如阿片类药物）。

他以美国为例生动地阐述了这一论点，让人们想到是否能从国际经验中吸取教训。毕竟，近几十年来，欧洲的劳动参与率并未下降，薪资收入不平等现象加剧、劳动收入占比下降等都远优于美国。与此同时，40年前，欧洲的生活水平就已经停止向美国靠拢。这些事实是否说明欧洲对新技术的接受程度较低，反垄断执法力度更强，还是有其他原因？

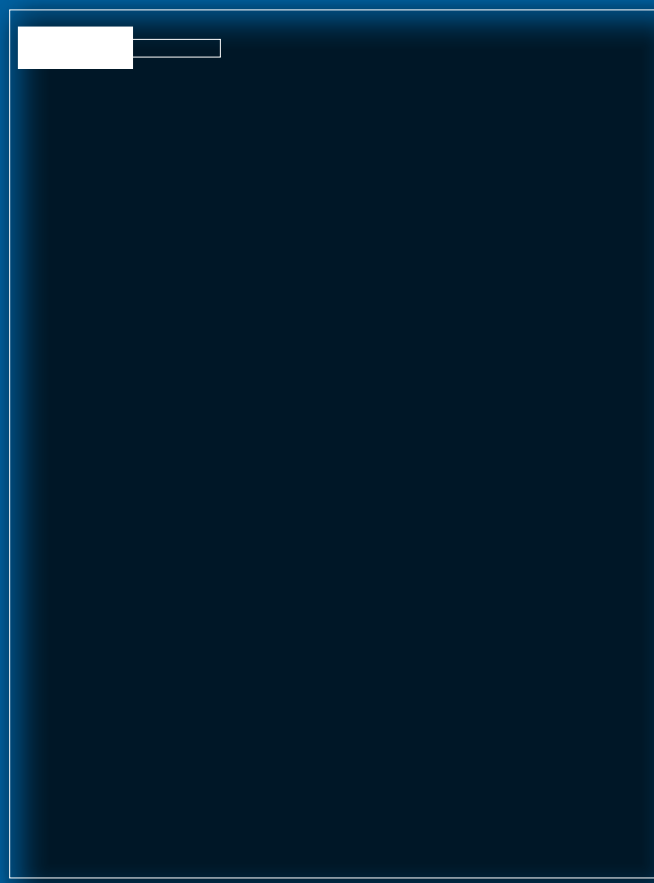
虽然本书提到了市场力量对工人所面临困境的影响，且论证有力，但作者仍留出了一个问题：市场力量的影响究竟达到了什么程度？如果国家约束市场力量，是否会像达隆·阿齐默鲁和帕斯奎尔·雷斯特雷波等人在研究中所暗示的那样，技术进步的本质（越来越省力）依然会是对劳动力造成严重冲击？如果是这样的话，解决了市场的力量这一问题真的能够实现所有人的共同富裕吗？

处于支配地位企业的成就主要体现在它的利润丰厚、股价上扬，但工人们实际上并未受益。

那么，我们应该做些什么呢？埃克霍特认为，政府需要加强反垄断措施，重新思考知识产权问题。他的部分提议与主流思想不谋而合，但也有一些开创性的提议，例如，对企业兼并失败进行事后罚款，或者实施“逆向”数据专利，即只授予数据收集公司暂时性的专属权。在大西洋两岸国家都在重新考虑反垄断框架之际，本书提醒我们，我们必须对这些问题进行深刻的反思。FD

罗曼·杜瓦尔，国际货币基金组织研究部助理主任。

国际货币基金组织电子图书馆改版封面



为优化内容查阅、简化研究，我们对国际货币基金组织电子图书馆进行了更新升级。

国际货币基金组织电子图书馆共计拥有22000份出版物、统计数据集和其他资源，可供读者参阅。

国际货币基金组织的所有有价值的研究、数据和分析内容均免费向所有人开放。

eLibrary.IMF.org

因为信息是一种公共物品